

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ  
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
MESTRADO EM CONTABILIDADE  
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS**

**MARINÊS TAFFAREL**

**A INFLUÊNCIA DOS INDICADORES CONTÁBIL-FINANCEIROS NO VALOR DAS  
EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO, NO CURTO PRAZO**

**CURITIBA**

**2009**

MARINÊS TAFFAREL

A INFLUÊNCIA DOS INDICADORES CONTÁBIL-FINANCEIROS NO VALOR DAS  
EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO, NO CURTO PRAZO

Dissertação apresentada como requisito  
parcial à obtenção do título de Mestre.  
Programa de Mestrado em Contabilidade  
do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da  
Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Ademir Clemente.

CURITIBA

2009

### FICHA CATALOGRÁFICA

Taffarel, Marinês

A influência dos indicadores contábil- financeiros no valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto, no curto prazo. / Marinês Taffarel – Curitiba, 2009.  
146.p.

Orientador: Ademir Clemente  
Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná.

1- Indicadores Contábil-financeiros. 2- Valor de Mercado das Empresas. 3- Governança Corporativa.I. Título.

CDD- 332

## **TERMO DE APROVAÇÃO**

### **A INFLUÊNCIA DOS INDICADORES CONTÁBIL-FINANCEIROS NO VALOR DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO, NO CURTO PRAZO**

ESTA DISSERTAÇÃO FOI JULGADA ADEQUADA PARA A OBTENÇÃO DO  
TÍTULO DE MESTRE EM CONTABILIDADE (ÁREA DE CONCENTRAÇÃO:  
CONTABILIDADE E FINANÇAS), E APROVADA EM SUA FORMA FINAL PELO PROGRAMA  
DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ.

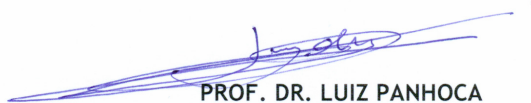


**PROF. DR. LAURO BRITO DE ALMEIDA**  
COORDENADOR DO PPG MESTRADO EM CONTABILIDADE

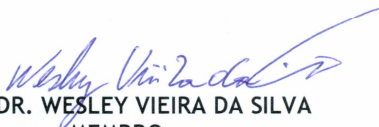
APRESENTADA À COMISSÃO EXAMINADORA INTEGRADA PELOS  
PROFESSORES:



**PROF. DR. ADEMIR CLEMENTE**  
PRESIDENTE



**PROF. DR. LUIZ PANTHOCA**  
MEMBRO



**PROF. DR. WESLEY VIEIRA DA SILVA**  
MEMBRO

## DEDICATÓRIA

Aos meus pais Jaldi e Emília.  
À Camila, minha filha e maior inspiração.  
Por todo o amor e alegria da vida.

## **AGRADECIMENTOS**

A Deus, que em sua sabedoria infinita ilumina e protege sempre os meus caminhos.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Ademir Clemente, pelos valiosos ensinamentos, apoio e profissionalismo. Sua confiança, incentivo e dedicação foram fundamentais para a realização deste estudo. Toda minha admiração e gratidão, não somente por seu brilhantismo acadêmico, mas também, pelo humanismo presente em todos os seus gestos.

Ao Coordenador do PPG Mestrado em Contabilidade da Universidade Federal do Paraná, Prof. Dr. Lauro Brito de Almeida e aos professores Ademir Clemente, Ana Paula S. M. Cherobim, Lauro Brito de Almeida, Leilah Santiago Bufrem, Luiz Panhoca, Luciano Márcio Scherer, Paulo Mello Garcias e Vicente Pacheco, pelos valiosos ensinamentos durante o curso.

Ao Prof. Dr. Wesley Vieira da Silva, cujo apoio foi de extrema importância para a execução desta pesquisa.

Ao Prof. Dr. Luiz Panhoca e ao Prof. Dr. Wesley Vieira da Silva, que gentilmente aceitaram participar da banca examinadora e pelas valiosas contribuições ao estudo.

Ao Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Estadual do Centro-Oeste, nas pessoas do Professor Roberto Marcos Navarro e da Professora Ana Léa M. klosowski, e ao Diretor do Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Professor José Edécio Stroparo, por todo apoio e incentivo.

A Câmara de Vereadores do Município de Rebouças, nas pessoas de seu ex-presidente e atual vice-prefeito, Fábio Marcelo Chiqueto e ao Presidente José Antônio Afonso de Andrade, pelo apoio, incentivo e confiança.

A minha querida irmã, Neusa, e as minhas amigas, Célia e Margarida, pelo companheirismo e colaboração na realização deste estudo.

As minhas amigas e companheiras de Mestrado, Fabiane e Mariana, pelos maravilhosos momentos que passamos juntas e por serem tão especiais.

A toda minha família, especialmente, aos meus pais Jaldi e Emília, meus irmãos Marcos, Neusa, Adir e Ivone, meus cunhados Vilson e Ana Cristina e a minha linda filha, Camila, por fazerem parte da minha vida.

## RESUMO

O presente estudo avalia a importância das informações disponibilizadas pela Contabilidade para o mercado acionário brasileiro. O objetivo é mostrar em que medida os indicadores contábil-financeiros são significativos, no curto prazo, para explicar o valor das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), e qual a importância do nível de Governança Corporativa para essa relação. O referencial teórico-empírico está voltado à Contabilidade como fonte de informação para seus usuários, em especial os externos. A metodologia da pesquisa, quanto aos objetivos, é descritiva e explicativa; quanto aos procedimentos utilizados, a pesquisa é bibliográfica, documental e estudo de eventos. A abordagem do problema é realizada de forma quantitativa, aplicando a Análise Estatística Multivariada, por intermédio das técnicas de Análise de Correlação, Componentes Principais, Regressão Linear Múltipla e Análise de Dados em Painel. A amostra da pesquisa é formada por 34 empresas, selecionadas a partir da participação na carteira teórica do Índice BOVESPA (IBOVESPA). A variável dependente é o preço de fechamento diário das ações Ordinárias e Preferenciais em diferentes datas e as variáveis independentes são 16 indicadores contábil-financeiros. O período de análise se estende de 01/01/1998 a 31/03/2008, totalizando 41 trimestres. A análise dos dados é realizada em três etapas: análise introdutória, intermediária e conclusiva. Os resultados da pesquisa indicam que os indicadores contábil-financeiros não são as fontes majoritárias de explicação para as oscilações de curto prazo dos preços das ações e, ainda, que as informações contidas nos demonstrativos contábeis impactam de forma diferenciada os preços das ações Ordinárias e Preferenciais. Para as ações Ordinárias, os indicadores de Liquidez Corrente, Capital Circulante Líquido sobre as Vendas, Rentabilidade do Patrimônio Líquido, Rentabilidade do Ativo, Giro do Ativo e Giro do Imobilizado, representados por seus componentes principais explicaram, aproximadamente, 29% da variação do Retorno do Preço das Ações de 30 dias após a Publicação dos Demonstrativos Contábeis em relação ao Preço das Ações na data de Fechamento do Trimestre. Em relação às ações Preferenciais, a formulação que melhor explica a relação é o Retorno do Preço das Ações 5 dias após a Publicação dos Demonstrativos Contábeis em relação ao Preço de Fechamento do Trimestre. Os indicadores de Margem Operacional, Margem Líquida e Rentabilidade do Patrimônio Líquido, juntamente com os indicadores de Giro do Ativo, Giro do Imobilizado e Rotação do Patrimônio Líquido, representados por seus componentes principais, explicaram 57% da variação do preço das ações. Estes resultados confirmam que a Contabilidade representa uma fonte valiosa de informação para todos os agentes envolvidos no mercado, em especial, os investidores. Os resultados indicaram, ainda, que Governança Corporativa não constitui influência significativa capaz de modificar a relação dos indicadores contábeis com as variações de curto prazo dos preços das ações, tanto Ordinárias quanto Preferenciais.

Palavras - chave: Indicadores Contábil-financeiros. Preço das ações Ordinárias e Preferenciais. Governança Corporativa.

## **ABSTRACT**

This study evaluates the importance of the accounting information to the Brazilian stock market. It aims at showing the extent to which the accounting and financial indicators are significant, in the short run, in explaining the value of the companies listed at São Paulo Stock Exchange (BOVESPA) and, also, the importance of the level of corporate governance to such a relation. The theoretical and empirical framework deals with Accounting as a source of information to its users, mainly to external ones. The research methodology is descriptive and explicative in respect to its object; and in respect to the procedures is bibliographical, documental and event study. The problem approach is done on quantitative basis applying Multivariate Statistical Analysis represented by Correlation Analysis, Principal Component Analysis, Multiple Regression Analysis and Panel Data Analysis. The sample enfolds 34 companies chosen according to their participation in the theoretical BOVESPA portfolio (IBOVESPA). The dependent variable is defined as the daily stock closing price of the Ordinary and Preferential stocks at different dates and the independent variables are defined as 16 accounting and financial indicators. The analyzed time period goes from Jan/1<sup>st</sup>/ 1998 to Mar/31<sup>st</sup>/2008 totaling 41 trimester cases. The data analysis is carried out following three stages: introductory, intermediate and conclusive analysis. The results indicate that the accounting and financial indicators are not the main explanatory sources for the stock prices short run oscillations and, in addition, that the information embodied in the accounting exhibits impact differently the Ordinary and Preferential stock prices. In relation to the Ordinary Stocks the Current Liquidity, the coefficient of Net Working Capital by Sales, the Return on Net Equity, the Return on Asset, the coefficient of Sales by Total Assets and the coefficient of Sales by Fixed Assets, represented by their principal components, explained 29% of the return of the stock price referred to 30 days after the accounting exhibits' publication on the trimester closing price. In respect to the Preferential Stocks the model that better explain the relation is based on the return of the stock price referred to 5 days after the exhibits' publication on the trimester closing price. The Operational Margin, the Net Margin and the Return on the Net Equity, in combination with the coefficient of Total Assets by Sales, the coefficient of Fixed Assets by Sales and the coefficient of Net Equity by Sales, represented by their principal components, explained 57% of the stock prices variation. These results confirm that the Accounting constitutes a valuable source of information for all market agents, mainly investors. In addition, the results indicate that the corporate governance does not influence the way the accounting and financial indicators relate to the ordinary and preferential stock prices in the short run.

Key-words: Accounting and Financial Indicators. Ordinary Stock Prices. Preferential Stock Prices. Corporate Governance.



## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1	- LINHA DO TEMPO DO ESTUDO DE EVENTO.....	74
FIGURA 2	- FLUXOGRAMA DA ANÁLISE DOS DADOS.....	85
GRÁFICO 1	- SCREE PLOT – COMPONENTES PRINCIPAIS DOS INDICADORES CONTÁBEIS.....	88
GRÁFICO 2	- CORRELAÇÃO ENTRE COMPONENTES E PREÇOS DAS AÇÕES ON.....	91
GRAFICO 3	- CORRELAÇÃO ENTRE COMPONENTES E PREÇOS DAS AÇÕES PN.....	93
GRÁFICO 4	- SCREE PLOT – COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES ON.....	94
GRÁFICO 5	- SCREE PLOT – COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES PN.....	96
GRÁFICO 6	- CORRELOGRAMA DE AUTOREGRESSIVIDADE DOS RESÍDUOS – MODELO $Y_8$ – AÇÕES ON.....	125
GRÁFICO 7	- CORRELOGRAMA DE AUTOREGRESSIVIDADE DOS RESÍDUOS – MODELO $Y_6$ – AÇÕES PN.....	130

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1	- COMPONENTES PRINCIPAIS.....	87
TABELA 2	- TOTAL DE VARIAÇÃO EXPLICADA.....	88
TABELA 3	- COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO ENTRE PREÇOS DAS AÇÕES ON.....	89
TABELA 4	- COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO ENTRE PREÇOS DAS AÇÕES PN.....	89
TABELA 5	- CORRELAÇÃO ENTRE COMPONENTES E PREÇOS DAS AÇÕES ON.....	90
TABELA 6	- CORRELAÇÃO ENTRE COMPONENTES E PREÇOS DAS AÇÕES PN.....	91
TABELA 7	- COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES ON.....	93
TABELA 8	- TOTAL DE VARIAÇÃO EXPLICADA - AÇÕES ON.....	94
TABELA 9	- COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES PN.....	96
TABELA 10	- TOTAL DE VARIAÇÃO EXPLICADA - AÇÕES PN.....	96
TABELA 11	- COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO ENTRE INDICADORES CONTÁBEIS – AÇÕES ON.....	97
TABELA 12	- COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO ENTRE INDICADORES CONTÁBEIS – AÇÕES PN.....	97
TABELA 13	- REGRESSÃO DO PREÇO DE 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO SOBRE AS DIFERENÇAS PRIMEIRAS DOS COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES ON.....	98
TABELA 14	- REGRESSÃO DO PREÇO DE 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO SOBRE AS RAZÕES ENTRE OS VALORES SUCESSIVOS DOS COMP. PRINCIPAIS - AÇÕES ON.....	99
TABELA 15	- REGRESSÃO DA DIFERENÇA DO LOGARITMO DO PREÇO SOBRE AS DIFERENÇAS DOS COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES PN.....	99
TABELA 16	- REGRESSÃO DA DIFERENÇA DO LOGARITMO DO PREÇO SOBRE AS RAZÕES ENTRE VALORES SUCESSIVOS DOS COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES PN.....	99

TABELA 17	- REGRESSÃO DA DIFERENÇA DOS LOGARÍTIMOS DOS PREÇOS DAS AÇÕES SOBRE AS DIFERENÇAS DOS LOGARITMOS DOS COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES ON.....	100
TABELA 18	- REGRESSÃO DA DIFERENÇA DOS LOGARÍTIMOS DOS PREÇOS DAS AÇÕES SOBRE AS RAZÕES DOS LOGARITMOS DOS COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES ON.....	101
TABELA 19	- REGRESSÃO DA DIFERENÇA DOS LOGARÍTIMOS DOS PREÇOS DAS AÇÕES SOBRE AS DIFERENÇAS DOS LOGARITMOS DOS COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES PN.....	101
TABELA 20	- REGRESSÃO DA DIFERENÇA DOS LOGARÍTIMOS DOS PREÇOS DAS AÇÕES SOBRE AS RAZÕES DOS LOGARITMOS DOS COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES PN.....	101
TABELA 21	- Y1 - DIFERENÇA PRIMEIRA DO PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES ON.....	113
TABELA 22	- Y2 - RETORNO DO PREÇO DE FECHAM. - AÇÕES ON....	113
TABELA 23	- Y5 - DIFERENÇA ENTRE PREÇO 5 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO E PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES ON.	114
TABELA 24	- Y6 - RETORNO DO PREÇO 5 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO EM RELAÇÃO AO PREÇO DE FECHAM. - AÇÕES ON.....	114
TABELA 25	- Y7 - DIFERENÇA ENTRE PREÇO 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO E PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES ON.	115
TABELA 26	- Y8 - RETORNO DO PREÇO 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO EM RELAÇÃO AO PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES ON.....	115
TABELA 27	- Y1 - DIFERENÇA PRIMEIRA DO PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES PN.....	116
TABELA 28	- Y2 - RETORNO DO PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES PN.....	117
TABELA 29	- Y5 - DIFERENÇA ENTRE PREÇO 5 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO E PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES PN	117
TABELA 30	- Y6 - RETORNO DO PREÇO 5 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO EM RELAÇÃO AO PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES PN.....	118

TABELA 31	- Y7 - DIFERENÇA ENTRE PREÇO 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO E PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES PN.	119
TABELA 32	- Y8 - RETORNO DO PREÇO 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO EM RELAÇÃO AO PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES PN.....	119
TABELA 33	- Y2 - RETORNO DO PREÇO DE FECHAM. - AÇÕES ON....	121
TABELA 34	- Y2 - VARIÁVEIS SELECIONADAS - AÇÕES ON.....	122
TABELA 35	- Y7 - DIFERENÇA ENTRE PREÇO 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO E PREÇO DE FECHAMENTO. AÇÕES ON..	122
TABELA 36	- Y7 - VARIÁVEIS SELECIONADAS - AÇÕES ON.....	123
TABELA 37	- Y8_ RETORNO DO PREÇO 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO EM RELAÇÃO AO PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES ON.....	123
TABELA 38	- Y8_ VARIÁVEIS SELECIONADAS - AÇÕES ON.....	124
TABELA 39	- DIFERENÇA PRIMEIRA DO PREÇO DE FECHAMENTO. AÇÕES PN.....	125
TABELA 40	- Y1_ VARIÁVEIS SELECIONADAS - AÇÕES PN.....	125
TABELA 41	- Y6_ RETORNO DO PREÇO 5 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO EM RELAÇÃO AO PREÇO DE FECHAMENTO. AÇÕES PN .....	125
TABELA 42	- Y6 _ VARIÁVEIS SELECIONADAS - AÇÕES PN.....	127
TABELA 43	- Y8_ RETORNO DO PREÇO 30 DIAS APÓS A PUB. EM RELAÇÃO AO PREÇO DE FECH. - AÇÕES PN.....	127
TABELA 44	- Y8 _ VARIÁVEIS SELECIONADAS - AÇÕES PN.....	128
TABELA 45	- INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA - AÇÕES ON.....	131
TABELA 46	- INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA - VARIÁVEIS SELECIONADAS - AÇÕES ON.....	131
TABELA 47	- INFLUÊNCIA DA GOVERN. CORPORATIVA - AÇÕES PN.....	132
TABELA 48	- INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA - VARIÁVEIS SELECIONADAS - AÇÕES PN.....	132

## LISTA DE QUADROS

QUADRO 1	- TRABALHOS EMPÍRICOS SOBRE A EFICIÊNCIA SEMI-FORTE DO MERCADO BRASILEIRO.....	38
QUADRO 2	- DEMONSTRATIVOS CONTÁBEIS.....	43
QUADRO 3	- RESUMOS DOS INDICADORES.....	53
QUADRO 4	- CAPITALIZAÇÃO NO MERCADO DOMÉSTICO EM 2007 E 2006.....	56
QUADRO 5	- A INFORMAÇÃO CONTABIL E A REAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL.....	64
QUADRO 6	- SISTEMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO.....	68
QUADRO 7	- EMPRESAS E AÇÕES SELECIONADAS.....	82
QUADRO 8	- INDICADORES SELECIONADOS.....	83
QUADRO 9	- ESPECIFICAÇÕES ALTERNATIVAS DA VARIÁVEL DEPENDENTE.....	105
QUADRO 10	- ESPECIFICAÇÕES ALTERNATIVAS DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES.....	106
QUADRO 11	- NÚMERO DE <i>DUMMIES</i> ADITIVAS E MULTIPLICATIVAS CONSTRUÍDAS PARA AS REGRESSÕES.....	112
QUADRO 12	- NÚMERO DE VARIÁVEIS E <i>DUMMIES</i> INSERIDAS NAS REGRESSÕES.....	121

## LISTA DE SIGLAS

AAA	American Accounting Association
ABRASCA	Associação Brasileira das Companhias Abertas
ADRs	American Depositary Receipts
AICPA	American Institute of Certified Public Accounting
APB	Accounting Principles Board
APIMEC	Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais
ASOBAT	A Statement of Basic Accounting Theory
BM&F	Bolsa de Mercadores e Futuros
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BP	Balanço Patrimonial
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFC	Demonstração dos Fluxos de Caixa
DMPL	Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido
DRE	Demonstração de Resultado do Exercício
DVA	Demonstração do Valor Adicionado
FASB	Financial Accounting Standards Board
FIPECAFI	Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuárias e Financeiras.
HME	Hipótese de Mercado Eficiente
IASB	International Accounting Standards Board
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBOVESPA	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
IBRACON	Instituto dos Auditores Independentes do Brasil
IGP-DI	Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna
IFRS	International Financial Reporting Standards
NBC T	Norma Brasileira de Contabilidade Técnica
NDGC	Níveis Diferenciados de Governança Corporativa
NYSE	New York Stock Exchange
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development
SFAC	Statement of Financial Accounting Concepts
SOMA	Sociedade Operadora do Mercado de Ativos
WFE	World Federation of Exchanges

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO .....</b>	<b>18</b>
<b>1.1 CONTEXTO .....</b>	<b>18</b>
<b>1.2 PROBLEMA .....</b>	<b>20</b>
<b>1.3 OBJETIVOS .....</b>	<b>23</b>
<b>1.4 HIPÓTESE.....</b>	<b>23</b>
<b>1.5 DELIMITAÇÕES DA PESQUISA.....</b>	<b>24</b>
<b>1.6 JUSTIFICATIVA .....</b>	<b>25</b>
<b>1.7 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO.....</b>	<b>27</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO-EMPÍRICO.....</b>	<b>28</b>
<b>2.1 CONTABILIDADE.....</b>	<b>28</b>
2.1.1 Informação contábil.....	30
2.1.2 Características qualitativas da informação contábil.....	32
2.1.3 A abordagem da informação contábil .....	33
2.1.4 Abordagens Normativa e Positiva da Contabilidade .....	36
2.1.5 A Teoria Positiva e o Mercado de Capitais .....	37
<b>2.2 CONTABILIDADE FINANCEIRA .....</b>	<b>39</b>
2.2.1 Demonstrativos financeiros.....	41
2.2.2 Análise financeira de empresas .....	44
2.2.2.1 Indicadores de liquidez.....	46
2.2.2.2 Indicadores de endividamento .....	48
2.2.2.3 Análise do capital próprio.....	48
2.2.2.4 Análise das imobilizações.....	49
2.2.2.5 Análise de rentabilidade.....	49
2.2.2.6 Análise geral de desempenho.....	50
2.2.2.7 Análise dos custos e despesas.....	52
2.2.2.8 Estabelecimento do valor da ação .....	52
<b>2.3 MERCADO FINANCEIRO .....</b>	<b>54</b>
2.3.1 Mercado de capitais .....	54
2.3.1.1 Bolsas de Valores .....	55
2.3.1.2 Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA. ....	57
2.3.2 Títulos de empresas.....	58
2.3.3 Informação contábil e mercado de capitais.....	59
2.3.4 Reação do mercado à divulgação das informações contábeis .....	61

2.3.5 Governança Corporativa .....	65
2.3.5.1 Determinantes da Governança Corporativa .....	66
2.3.5.2 Governança Corporativa no Brasil. ....	68
2.3.5.3 Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA.....	69
2.3.5.4 Pesquisas sobre Governança Corporativa e valor das empresas no mercado .....	70
<b>3 METODOLOGIA .....</b>	<b>71</b>
<b>3.1 CARACTERIZAÇÃO QUANTO AO MÉTODO DE PESQUISA .....</b>	<b>71</b>
<b>3.2 CARACTERIZAÇÃO QUANTO AO TIPO DE PESQUISA.....</b>	<b>72</b>
<b>3.3 CARACTERIZAÇÃO QUANTO AOS OBJETIVOS DA PESQUISA .....</b>	<b>72</b>
<b>3.4 CARACTERIZAÇÃO QUANTO AOS PROCEDIMENTOS DA PESQUISA .....</b>	<b>73</b>
<b>3.5 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA QUANTO À ABORDAGEM DO PROBLEMA .....</b>	<b>75</b>
3.5.1.1 Análise de Correlação .....	76
3.5.1.2 Análise de Componentes Principais .....	76
3.5.1.3 Análise de Regressão Linear Múltipla .....	77
3.5.1.4 Suposições em análise de regressão múltipla .....	79
3.5.1.5 Análise de Dados em Pannel .....	80
<b>3.6 SELEÇÃO DOS DADOS.....</b>	<b>81</b>
3.6.1 Definição das variáveis e das fontes dos dados .....	83
<b>4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS .....</b>	<b>87</b>
<b>4.2 ANÁLISE INTRODUTÓRIA .....</b>	<b>87</b>
4.1.1 Análise de Componentes Principais.....	87
4.2.2 Correlação entre preços das ações em diferentes datas .....	89
4.2.3 Correlação de Pearson entre preços das ações e componentes principais .....	90
<b>4.3 ANÁLISE INTERMEDIÁRIA.....</b>	<b>92</b>
4.3.1 Exclusão de empresas atípicas – componentes principais.....	92
4.3.2 Substituição dos indicadores contábeis por seus componentes principais.....	96
4.3.3 Transformação logarítmica das variáveis.....	98
4.3.4 Regressões com formulações alternativas para os preços das ações e para os componentes principais. ....	100
<b>4.4 ANÁLISE CONCLUSIVA: MODELOS EXPERIMENTAIS ABRANGENTES ...</b>	<b>102</b>
4.4.1 Variáveis Dependentes.....	102
4.4.2 Variáveis Independentes.....	105
4.4.3 Resultado das Regressões: Modelo Abrangente.....	111
4.4.4 Seleção do modelo mais significativo para cada grupo de ação .....	120
4.4.5 Sobre a Influência da Governança Corporativa .....	130



<b>5 CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES .....</b>	<b>133</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>137</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Esta dissertação investiga a influência dos indicadores contábil-financeiros sobre o valor das empresas brasileiras de capital aberto, no mercado acionário brasileiro, no curto prazo. Nesta seção, apresentam-se a contextualização do problema, os objetivos, as hipóteses, a delimitação do tema, a justificativa e a estrutura da dissertação.

### 1.1 CONTEXTO

A informação tem papel central no mercado de capitais, atuando como instrumento de determinação dos preços de mercado das empresas.

No entanto, alguns obstáculos interferem nesse processo. Primeiramente porque algumas empresas podem abafar ou liberar com atraso as informações, especialmente quando não são boas. Além disso, informações não verdadeiras a respeito das condições presentes e das perspectivas das empresas podem ser divulgadas intencionalmente para os mercados financeiros. (DAMODARAN, 2002)

Diversas são as informações e variáveis que podem impactar o mercado de capitais, como a taxa de juros, as expectativas dos agentes, os níveis de governança corporativa e, o que é de especial interesse neste caso, a informação contábil. A informação contábil é considerada um mecanismo de comunicação da situação econômica e financeira das empresas em determinado momento, bem como, de suas condições presentes e perspectivas.

Conforme Pronunciamento N.2 do *Financial Accounting Standards Board* (FASB) a Contabilidade não é a única fonte de informação utilizada pelos responsáveis em suas decisões, apesar de todos os relatórios financeiros estarem vinculados de forma direta com o processo decisório (FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB), 1980). Portanto, faz-se necessário e relevante avaliar a efetiva utilidade da informação contábil, verificando empiricamente os efeitos que provoca nos preços das ações. Este enfoque de pesquisa está alinhado com a Abordagem Positiva da Contabilidade, que busca, entre outras coisas, explicar e prever a relação entre as informações contábeis e o comportamento do mercado de capitais.

A Abordagem Positiva da Contabilidade amplia os horizontes e traz novos desafios à pesquisa na área contábil, na “[...] busca da explicação das relações existentes entre a contabilidade e o valor das empresas no mercado de capitais” (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006, p. 1).

As pesquisas alinhadas com a abordagem positiva em Contabilidade começaram a se destacar a partir do final da década de 60, juntamente com as pesquisas na área de Finanças, como a Hipótese do Mercado Eficiente (HME).

De acordo com a HME, os preços de mercado refletem prontamente a informação disponível. A aplicação da HME proporcionou um grande avanço às pesquisas na área contábil, ao investigar a importância da informação disponibilizada pela Contabilidade para os usuários externos. Cardoso e Martins (2004 p. 72-73) relatam que a HME “[...] é utilizada em pesquisas empíricas com o objetivo de identificar e medir o impacto da informação contábil na formação do preço dos ativos financeiros no mercado.”

Como um dos primeiros estudos relacionados à informação contábil e o mercado de capitais, tem-se o trabalho de Ball e Brown (1968), que buscaram avaliar a relação entre os lucros anormais e retornos anormais de ações de empresas listadas na Bolsa de Valores de Nova York.

Vários foram os estudos desenvolvidos, inclusive no Brasil, em que se destaca a pesquisa de Lopes (2002) que investigou o papel das informações contábeis para explicar o comportamento dos preços dos títulos negociados na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Apesar de os resultados da pesquisa de Lopes (2002) apontarem que os números contábeis são relevantes para explicar os preços dos títulos no mercado, até o momento não é bem conhecida a relação entre a divulgação das informações contábeis e o valor das empresas no mercado.

Yamamoto e Salotti (2006, p.1) referem as “[...] dificuldades encontradas para explicar quais variáveis contábeis impactam, de fato, os preços das ações, de que forma isso acontece ou com que intensidade e em que tempo”. Mas, não é somente isso, além da informação contábil, outras variáveis macroeconômicas impactam o preço das ações e por consequência, o valor de mercado das empresas.

## 1.2 PROBLEMA

Para que a Contabilidade atinja seus objetivos e desempenhe seu papel como um instrumento de informação, é necessário que seus usuários, especialmente os externos, tenham acesso a seus demonstrativos. Neste sentido, a divulgação dos demonstrativos financeiros busca atender à necessidade de informação de seus usuários, que, de alguma forma, dependem dela para tomarem suas decisões.

Os objetivos da divulgação financeira, conforme entendimento de Hendriksen e Van Breda (1999) decorrem essencialmente da necessidade de seus usuários, o que depende muito da natureza das atividades econômicas e das decisões envolvidas. Por outro lado, é imprescindível levar em conta o ambiente econômico, legal, político e social nos quais os padrões da Contabilidade são fixados.

Especificamente em relação ao ambiente formado pelo mercado de capitais, destacam-se, entre outros fatores, a utilidade das informações contábeis requeridas, sobre as quais Lopes e Martins (2005, p. 75) esclarecem:

Sabemos que a utilidade econômica da contabilidade está ligada a sua capacidade de alterar as crenças dos usuários sobre os fluxos de caixa dos ativos. Sabemos também que os preços dos títulos negociados em bolsas de valores refletem essas crenças dos agentes econômicos. Podemos, então, supor que a capacidade da contabilidade de impactar o comportamento dos preços em bolsas de valores é uma aproximação válida de sua utilidade.

A utilidade das informações contábeis está diretamente relacionada ao processo decisório e depende da capacidade da Contabilidade de disponibilizar as informações necessárias para a correta interpretação dos aspectos econômicos e financeiros de determinada entidade.

De acordo com a Abordagem Positiva da Contabilidade, existe uma relação central entre as informações disponibilizadas pela Contabilidade e o preço dos títulos negociados em bolsas de valores. Os números disponibilizados pela Contabilidade são vistos como relevantes somente se estes apresentarem impactos claros e objetivos nas decisões econômicas dos usuários. (BEZERRA; LOPES, 2004, p.159)

No mercado de capitais encontram-se alguns dos principais usuários da Contabilidade, como os investidores, tanto efetivos como em potencial. Para estes

usuários, em especial, a informação disponibilizada pela Contabilidade é fundamental para avaliar fatores como: retorno do capital, risco do investimento, tendências de mercado e perspectivas de resultados de determinado investimento.

Por intermédio da publicação de seus demonstrativos, a Contabilidade leva ao conhecimento de seus usuários o desempenho e as mudanças ocorridas em relação à situação financeira e econômica da entidade em um determinado período. Destaque-se que a efetividade desse processo apresenta relação direta com o nível de eficiência do mercado.

A eficiência do mercado pode ser classificada como Fraca, Semi-forte ou Forte. Na forma Fraca, os preços das ações refletem a informação passada. A forma Semi-Forte é caracterizada pelo fato de os preços das ações incorporarem as informações publicadas. Na forma Forte, todos os investidores ou grupos de investidores possuem acesso a todas as informações relevantes, públicas ou privadas.

Neste sentido, se o mercado for absolutamente eficiente, Eficiência Forte, a publicação dos demonstrativos contábeis será irrelevante, pois as informações contidas em tais demonstrativos já seriam de conhecimento de todos os agentes interessados.

De forma geral, pode-se afirmar que o processo de divulgação das informações contábeis é tanto mais importante quanto menor for a eficiência do mercado, situação em que a publicação dos demonstrativos contábeis possivelmente ocasionaria mudanças nos preços. Conforme afirma Lopes (2002, p. 27) “[...] A demanda por informações contábeis é maior em mercados menos eficientes em comparação com seus correspondentes mais desenvolvidos.”

Ao abordar a importância da informação contábil para o mercado, Chen e Zang (2007) afirmam que se a Contabilidade realmente for fonte de informação para o mercado, valores fundamentais contidos nos demonstrativos devem estar correlacionados com as mudanças dos preços das ações.

O processo de elaboração e publicação dos demonstrativos contábeis é regulado por uma série de regras e normas. No entanto, apenas o atendimento à legislação no que diz respeito à elaboração e divulgação dos resultados das empresas não garante, em sua totalidade, que os direitos dos acionistas sejam preservados.

Com o objetivo de garantir transparência, maior profundidade no processo de prestação de contas, juntamente com a equidade nas decisões, muitas empresas

adotam práticas de Governança Corporativa diferenciadas, que apresentam como ponto central a garantia dos direitos dos acionistas por intermédio do retorno adequado de seus investimentos. Para Lopes (2004, p. 181) “[...] mecanismos de governança alternativos devem ser adotados para evitar que os acionistas sejam expropriados de seus recursos pelos administradores”.

O mercado de capitais brasileiro é representado basicamente pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) que após a integração com a Bolsa de Mercadores e Futuros (BM&F) recebeu a denominação de BM&FBOVESPA S.A.. Enquanto o mercado da BM&F abrange a negociação de mercadorias e futuros o mercado da BOVESPA envolve, basicamente, a negociação de títulos e outros valores mobiliários e disponibiliza para a negociação de ações, além do Mercado Tradicional, os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), que são classificados em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa são compostos por empresas que se comprometem de forma voluntária com práticas adicionais de Governança Corporativa em relação à exigência legal. As empresas que são classificadas nos NDGC fornecem direitos e garantias aos acionistas visando reduzir a assimetria de informação entre investidores e administradores e disponibilizar maiores informações sobre o seu desempenho, o que pode refletir maior segurança e demanda pela aquisição de seus títulos.

Entendendo a Contabilidade Financeira como um sistema de informação, responsável pela transmissão de eventos financeiros das empresas, que auxilia o processo decisório de seus usuários, e, ainda, a Governança Corporativa como mecanismo de proteção aos acionistas que proporciona maior transparência e credibilidade às informações disponibilizadas pelas empresas, a pesquisa adota a seguinte questão norteadora:

**Em que medida os indicadores contábil-financeiros explicam, no curto prazo, o valor de mercado das empresas listadas na BOVESPA e qual a influência do nível de Governança Corporativa neste processo?**

### 1.3 OBJETIVOS

Um dos principais objetivos da Contabilidade consiste em disponibilizar informações úteis para seus usuários. Portanto, buscar-se-á, investigar as relações existentes entre a divulgação dos demonstrativos contábeis e o seu reflexo no valor das ações no mercado. Diante disso, o objetivo geral desta pesquisa é:

**Mostrar em que medida os indicadores contábil-financeiros são significativos, no curto prazo, para explicar o valor das empresas listadas na BOVESPA e qual a importância do nível de Governança Corporativa para essa relação.**

Tem-se, portanto, como objetivos específicos:

1. Contextualizar teoricamente a Contabilidade e suas principais relações como fonte de informação para o mercado de capitais;
2. Apresentar e aplicar os principais indicadores contábil-financeiros nas empresas objeto do estudo.
3. Analisar, estatisticamente, as relações existentes, no curto prazo, entre os indicadores contábil-financeiros e o valor de negociação das ações Ordinárias e Preferenciais;
4. Verificar se o nível de Governança Corporativa exerce influência sobre a capacidade de explicação dos preços das ações por meio dos indicadores contábeis;

### 1.4 HIPÓTESE

Uma vez determinado o problema da pesquisa, propõe-se uma resposta “[...] suposta, provável e provisória”, isto é, uma hipótese (MARCONI; LAKATOS, 2008, p.140).

Segundo Martins e Theóphilo (2007, p. 30) a hipótese de pesquisa é “[...] uma proposição, com sentido de conjectura, de suposição, de antecipação de

reposta para um problema, que pode ser aceita ou rejeitada pelo resultado da pesquisa”. Neste sentido, propõe-se a seguinte hipótese principal de pesquisa:

**Os indicadores contábil-financeiros das empresas listadas na BOVESPA exercem influência sobre os preços das suas ações no curto prazo e são, portanto, relevantes para explicar as oscilações do valor de mercado dessas empresas.**

Para o desenvolvimento da pesquisa, assume-se como hipótese que a Contabilidade fornece, por intermédio de seus demonstrativos, informações importantes para um de seus principais usuários, o investidor, tanto efetivo como em potencial.

A partir da Hipótese Principal foi construída a seguinte Hipótese Subsidiária:

**A Governança Corporativa potencializa ou restringe a capacidade de explicação dos preços das ações, no curto prazo, por meio dos indicadores contábil-financeiros.**

Para verificação da hipótese principal, adotam-se como variáveis independentes ou explicativas os indicadores contábil-financeiros, extraídos dos demonstrativos contábeis, publicação trimestral, do período de Janeiro de 1998 a Março de 2008. A variável dependente ou explicada é o valor de cotação de fechamento diário das ações, segregadas em ações Ordinárias e Preferências.

A hipótese subsidiária é testada por meio da inclusão de variáveis *dummies* de Governança Corporativa a partir do trimestre em que as empresas efetuaram a adesão aos NDGC da BOVESPA.

## 1.5 DELIMITAÇÕES DA PESQUISA

O referencial teórico-empírico refere-se especialmente aos usuários externos e aborda a Contabilidade como fonte de informação para o mercado de capitais.



A análise empírica apresenta como variáveis explicativas os indicadores contábil-financeiros, construídos a partir dos demonstrativos financeiros trimestrais e *dummies* de Governança Corporativa, representativas da adesão aos NDGC da BOVESPA. A variável explicada é o preço de fechamento diário das ações Ordinárias e Preferenciais em diferentes datas. O período observado se estende de Janeiro de 1998 a Março de 2008.

## 1.6 JUSTIFICATIVA

Embora a Contabilidade tenha como um de seus objetivos principais disponibilizar informações para a tomada de decisões, estudos indicam que o Brasil é carente de pesquisas que avaliem se os demonstrativos contábeis realmente influenciam as decisões dos agentes econômicos e se os indicadores contábil-financeiros possuem reflexo no valor das ações no mercado.

O *status* da Contabilidade como linguagem dos negócios e fornecedora de informações depende diretamente de avaliações empíricas que possibilitem a verificação efetiva da utilização dos números contábeis por seus usuários. Portanto, o reconhecimento cada vez mais comum do papel dos mercados de capitais para o desenvolvimento econômico, aumenta a importância de estudos que contribuam para o entendimento do comportamento e formação de preços nestes mercados e do papel da informação contábil nesse processo. (IUDICIBUS; LOPES, 2004)

Costa, Monteiro e Botelho (2004) ressaltam que estudos empíricos realizados no cenário econômico nacional demonstram a necessidade do desenvolvimento de novas pesquisas, para avaliar a representatividade de indicadores econômicos e financeiros na avaliação de desempenho das empresas.

Em relação ao tema Lucro e Preço das Ações, Bezerra e Lopes (2004) explicam que são quase inexistentes os trabalhos com esta abordagem aplicados ao mercado brasileiro. Reafirmando a necessidade de pesquisas nesta área, esclarecem:

[...] a dinâmica e as particularidades do mercado de capitais brasileiro (aqui referindo-se a Bovespa) contrastam com a ausência de informações empíricas acerca do papel da contabilidade nesse mercado. [...] não existem evidências a respeito do real papel da contabilidade como fornecedora de informações para o mercado de capitais brasileiro. (BEZERRA; LOPES, 2004, p.127)

As pesquisas relacionadas à eficiência e efetiva utilização das informações contábeis para o mercado de capitais são de extrema importância tanto para seus usuários, quanto para o próprio desenvolvimento da contabilidade, enquanto fornecedora de informações relevantes que subsidiem o processo decisório.

Embora pesquisas que procuram investigar a relação entre as informações contidas nos demonstrativos contábeis e a reação do mercado frente a sua divulgação tenham sido muito utilizadas em países em que o mercado de capitais é desenvolvido, como Estados Unidos, Inglaterra e Alemanha, no Brasil isso ainda não é uma realidade. Para Lopes (2001) pesquisas realizadas em mercados emergentes ou menos desenvolvidos são quase inexistentes, especialmente tratando-se da América Latina.

Ao mencionar a elaboração de uma pesquisa, Castro (1978, p. 55) afirma que o tema deve ser “original, importante e viável”, sendo necessária a satisfação destes três quesitos. Para Castro (1978) um tema é importante, quando afeta um segmento substancial da sociedade. A originalidade de uma pesquisa está vinculada à potencialidade de seus resultados em surpreender, o que necessariamente não requer que nunca tenha sido desenvolvida. A viabilidade, por sua vez, está condicionada aos aspectos que indicam a capacidade de realização do estudo, como prazos e disponibilidade de informações.

Na presente pesquisa, o quesito originalidade é fundamentado pela escassez de estudos no Brasil que apresentem a relação entre a informação contábil, o processo de sua divulgação e o valor das empresas no mercado. Percebe-se ainda, desconhecimento e dificuldades para avaliar se as variáveis impactam realmente o preço das ações e em que tempo e condições isso ocorreria.

A importância deste estudo está relacionada a todo o contexto econômico e financeiro que envolve o mercado acionário no Brasil e os diversos usuários da informação contábil, em que se destacam os usuários externos. O conhecimento do papel da informação contábil disponibilizada para o mercado, no curto prazo, está vinculado à própria utilidade da Contabilidade como fonte tempestiva de informação que sustenta o processo decisório de seus usuários.

O presente estudo também atende ao quesito de viabilidade, pois as informações necessárias para o seu desenvolvimento estão disponíveis e existe relativa facilidade para acesso.

## 1.7 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

A presente dissertação, além desta introdução, compreende outras quatro seções.

A segunda seção contempla o referencial teórico-empírico da pesquisa e aborda, essencialmente, as principais características da informação contábil, os demonstrativos contábeis e as análises por intermédio de indicadores, bem como, o mercado de capitais, a importância da informação contábil para este mercado e a Governança Corporativa.

A terceira seção refere-se à metodologia, o objeto do estudo e as variáveis empregadas, juntamente com as técnicas estatísticas utilizadas.

Na quarta seção, os resultados obtidos são apresentados e analisados.

A quinta seção contempla as conclusões e limitações da pesquisa, e as contribuições e sugestões para futuros estudos.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO-EMPÍRICO

Esta seção apresenta o referencial teórico-empírico e está voltado à Contabilidade como fonte de informação para usuários internos ou externos. Neste estudo, em especial, consideram-se os usuários externos que, no contexto da economia globalizada, demandam crescentemente a adoção dos padrões internacionais. Para tanto foram desenvolvidas três subseções.

A primeira subseção contempla os conceitos de Contabilidade, a informação contábil e suas características qualitativas, as abordagens normativa e positiva, e a teoria positiva com ênfase no mercado de capitais.

Na segunda subseção são abordados a Contabilidade Financeira, seus órgãos reguladores, os demonstrativos contábeis e a análise financeira por intermédio de indicadores contábil-financeiros.

A terceira subseção trata do mercado financeiro e do mercado de capitais. Nesta parte são apresentadas as características da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), os títulos de capital negociados e ainda, as pesquisas relacionadas à relevância da informação e variáveis contábeis no mercado de capitais brasileiro, assim como, a Governança Corporativa.

### 2.1 CONTABILIDADE

A Contabilidade tem por objetivo básico prover informações úteis aos vários modelos decisórios de seus usuários. A Contabilidade surgiu como resposta à necessidade informacional de seus usuários e para tanto se mantém em constante evolução.

Em um dos primeiros estudos que versam sobre a Teoria da Contabilidade a *American Accounting Association* (AAA) no documento intitulado *A Statement of Basic Accounting Theory* (ASOBAT) de 1966, definiu Contabilidade como o “[...] processo de identificação, mensuração e comunicação de informação econômica para permitir a realização de julgamentos e decisões pelos usuários da informação.”

O *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA), por intermédio do Pronunciamento N.º 4, de 1970, denominado *Accounting Principles Board* (APB), definiu Contabilidade como uma atividade de prestação de serviço, cuja finalidade é fornecer informações quantitativas, especialmente de natureza financeira de entidades econômicas, destinadas a tomada de decisões. (AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (AICPA), 1970)

Os objetivos da Contabilidade são construídos em função da necessidade de seus usuários. Lopes e Martins (2005, p. 125) destacam que “[...] o atendimento das demandas do usuário da informação contábil é a razão de ser da Contabilidade”, e dessa premissa surge a problematização: “[...] qual a informação é realmente mais relevante para o usuário.”

De forma ampla, disponibilizar informações necessárias ao processo decisório é o maior objetivo da Contabilidade. Neste entendimento, a informação contábil deriva do próprio objetivo da Contabilidade ao reportar aos interessados eventos econômicos e financeiros de determinada entidade, assim como, os componentes de seu resultado.

Diversos são os grupos de usuários das informações contábeis. O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) em seu Pronunciamento Conceitual Básico, de 11 de Janeiro de 2008, que trata da Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis, inclui entre os usuários das demonstrações contábeis investidores atuais e potenciais, empregados, credores por empréstimos, fornecedores e outros credores comerciais, clientes, governos e suas agências e o público. Mais precisamente sobre o mercado de capitais, Lopes (2002, p. 7) o destaca como “[...] um dos maiores usuários da informação contábil por intermédio de analistas, corretoras, investidores institucionais e individuais, bancos de investimentos, etc.”

No mercado de capitais a principal finalidade da Contabilidade, segundo Chen e Zhang (2007), é auxiliar os investidores na previsão de futuros fluxos de caixa das empresas. Para os autores, se as informações dos relatórios contábeis são úteis para os investidores, deve existir correlação entre seus valores e as mudanças nos preços das ações.

### 2.1.1 Informação contábil

Beaver (1968) considera que a informação consiste em uma mudança de expectativa em relação ao resultado de um evento. Na área contábil, a informação não deve apenas proporcionar alteração nas expectativas dos investidores, mas deve ser suficientemente grande para induzir a uma modificação do comportamento em relação à decisão a ser tomada.

Yamamoto e Salotti (2006, p.5) explicam que a informação contábil é entendida como a que modifica o conhecimento de seu usuário em relação à empresa, compreendendo aspectos econômico-financeiros, físicos e de produtividade.

O Pronunciamento N. 1 do FASB, denominado *Statement of Financial Accounting Concepts* (SFAC) de 1978, estabelece que as informações disponibilizadas pela Contabilidade e os relatórios financeiros devem assumir características de utilidade para acionistas, efetivos e em potencial, credores e outros usuários, buscando auxiliar decisões racionais de investimentos, créditos e demais informações semelhantes. (FASB, 1978)

Os objetivos da divulgação financeira são definidos no SFAC 1 (FASB, 1978) como fornecer informação para ajudar acionistas e credores, atuais e potenciais, e outros usuários na avaliação de volumes de recursos; avaliar a distribuição no tempo e a incerteza de possíveis fluxos de caixa em relação a dividendos ou juros sobre o capital e os resultados da empresa, desgaste de bens, vencimento de títulos ou empréstimos.

Conforme o Pronunciamento Conceitual Básico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) o objetivo das demonstrações contábeis é fornecer informações sobre a posição patrimonial e financeira, o desempenho e as mudanças na posição financeiras da entidade, que sejam úteis a um grande número de usuários em suas avaliações e tomadas de decisão econômica. (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC), 2008)

O foco preliminar das demonstrações contábeis é o desempenho de uma empresa, representado por medidas de resultados e seus componentes. Segundo o FASB os relatórios financeiros devem fornecer, ainda, informação a respeito das origens e aplicações de recursos de uma empresa; empréstimo e formas de reembolso; principais transações, incluindo dividendos em dinheiro e outras formas

de distribuições de recursos aos proprietários; outros fatores que podem afetar a liquidez de uma empresa; informações necessárias aos gerentes e diretores para fazerem decisões no interesse de proprietários.

Para que as informações geradas a partir dos relatórios financeiros assumam características de relevância, devem reduzir o nível de incerteza em relação à decisão a ser tomada, como por exemplo, o desempenho financeiro da empresa.

Embora as decisões reflitam expectativas dos acionistas e dos credores sobre o desempenho futuro da empresa, estas expectativas são baseadas geralmente, ou pelo menos em parte, em avaliação de desempenho passado da empresa. “Sem o conhecimento do passado, a base para uma predição geralmente estará faltando. Sem o interesse no futuro, o conhecimento do passado é estéril” (FASB, 1980, tradução nossa).

Destacando a utilidade da Contabilidade como fonte de informações o FASB (1980) explica que apesar de a Contabilidade não ser a única fonte de informação utilizada pelos responsáveis em suas decisões de financiamentos e investimentos, todos os relatórios financeiros estão vinculados de forma direta com diversos níveis de tomada de decisões.

De acordo com a estrutura conceitual do *International Accounting Standards Board* (IASB), de 2001, corroborado com o Pronunciamento Conceitual Básico do CPC (2008) os objetivos das demonstrações financeiras vão de encontro às necessidades comuns da maior parte dos usuários. Contudo, estas não proporcionam toda a informação de que os usuários possam necessitar, uma vez que as demonstrações financeiras, em grande parte, retratam os efeitos financeiros de acontecimentos passados e não proporcionam necessariamente informação não financeira. (INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB), 2001); (CPC, 2008)

Para Beaver (1968) o processo de divulgação dos resultados das empresas contém informações à medida que conduzem a uma mudança dos investidores em relação aos preços de mercado. Neste sentido, as mudanças nos preços devem ser maiores por ocasião da divulgação dos relatórios anuais do que em outros períodos decorrentes do ano.

De acordo com este entendimento, os relatórios contábeis possuem valor informativo para o mercado somente se forem capazes de proporcionar alteração no volume de ações negociadas e nos seus preços.

### 2.1.2 Características qualitativas da informação contábil

A essência da informação contábil está diretamente relacionada à sua utilidade no processo decisório devendo assumir, para tanto, certas características.

O Pronunciamento N. 2 do FASB (1980), que trata das características qualitativas da informação contábil, afirma que para ser útil a Contabilidade deve possuir duas características preliminares: relevância e confiabilidade.

A informação contábil é relevante quando é capaz de fazer a diferença em uma decisão, auxiliando os usuários na confirmação de resultados presentes e/ou na confirmação de expectativas sobre eventos futuros. Para ser relevante, a informação deve ser oportuna e/ou possuir característica de previsibilidade. (FASB, 1980)

Hendriksen e Van Breda (1999, p. 97) explicam que relevante “[...] é a informação pertinente à questão que está sendo analisada. A informação pode ser pertinente de pelo menos três maneiras: afetando metas, afetando a compreensão e afetando decisões”.

Para assumir a característica da confiança, a informação deve apresentar fidelidade representacional, ser passível de verificação e ser neutra. Além da relevância e confiabilidade, são apresentadas como características qualitativas da informação contábil a neutralidade, comparabilidade e a materialidade. Como elementos das características qualitativas principais são descritos o valor preditivo, o valor como *feedback*, a oportunidade, verificabilidade e fidelidade representacional. (FASB, 1980)

De acordo com a Estrutura Conceitual do *International Accounting Standards Board* (IASB, 2001) as características qualitativas são os atributos que tornam a informação contábil útil a seus usuários. As quatro principais características qualitativas são: compreensibilidade, a relevância, a confiabilidade e a comparabilidade.

O Pronunciamento Conceitual Básico do CPC em consonância com a Estrutura Conceitual do IASB explica que a compreensibilidade é vinculada ao pronto entendimento da informação pelos dos usuários. Para esse propósito é necessário que os usuários tenham um conhecimento razoável dos negócios, atividades econômicas e Contabilidade e a disposição de examinar as informações com razoável diligência. (CPC, 2008)



O Pronunciamento Conceitual Básico do CPC destaca que as informações são relevantes quando podem influenciar as decisões econômicas dos usuários, ajudando-os a avaliar o impacto de eventos passados, presentes ou futuros ou confirmando ou corrigindo as suas avaliações anteriores. A relevância das informações é afetada pela sua natureza e materialidade. Uma informação é material se a sua omissão ou distorção puder influenciar as decisões econômicas dos usuários, tomadas com base nas demonstrações contábeis. E, ainda, para ser útil, a informação deve ser confiável, ou seja, deve estar livre de erros ou vieses relevantes e representar adequadamente o que se propõe a representar. (CPC, 2008)

Os usuários devem poder comparar as demonstrações contábeis de uma entidade ao longo do tempo, a fim de identificar tendências na sua posição patrimonial e financeira e no seu desempenho. Assim, uma importante implicação da característica qualitativa da comparabilidade é que os usuários devem ser informados das práticas contábeis observadas na elaboração das demonstrações contábeis, de quaisquer mudanças nessas práticas e também do efeito de tais mudanças. (CPC, 2008)

### **2.1.3 A abordagem da informação contábil**

Lopes (2002, p. 20) explica que a abordagem da informação contábil:

[...] concebe a Contabilidade no seu papel de fornecedora de informação para os agentes econômicos. Nessa abordagem, a informação deve ser avaliada a partir de sua capacidade de fornecer informações que sejam úteis ao processo de decisões dos usuários.

As pesquisas que buscam avaliar a capacidade informacional das variáveis contábeis começaram a ser desenvolvidas a partir do final da década de 60, juntamente com as pesquisas na área de Finanças como a Hipótese do Mercado Eficiente e o *Capital Asset Pricing Model*. Para Lopes (2002) estes modelos foram desenvolvidos pela economia financeira e formaram a base para avaliar como o mercado reage à informação contábil e qual o nível de eficiência das informações contábeis.

O *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), ou Modelo de Precificação de Ativos Financeiros, é uma metodologia utilizada para explicar o valor dos ativos financeiros propensos ao risco, e teve como precursores Markowitz (1952) e Sharpe (1964). Na metodologia do CAPM, todo investimento apresenta dois tipos de risco: risco de

mercado, não sujeito a diversificação; e risco diversificável, decorrente de fatores específicos de cada empresa ou negócio.

As informações disponibilizadas pelo CAPM foram idealizadas para um mercado perfeito, em que não ocorrem custos de transação. Sharpe (1991) explica que o CAPM envolve abordagem positiva, que incorpora suposições sobre a atuação dos acionistas. Pressupõe, ainda, um mercado com inúmeros participantes, em que ocorre acesso irrestrito às informações.

Além desse pressuposto, sustenta ainda o modelo, a crença de que todos os investidores possuem expectativas homogêneas em relação aos retornos; os retornos são distribuídos normalmente e, ainda, que existe possibilidade ilimitada de emprestar ou tomar recursos emprestados à taxa livre de risco.

A eficiência de mercado é definida por Fama (1970) como o estado em que os preços de mercado refletem toda a informação disponível, de forma não viesada. De acordo com a Hipótese de Mercado Eficiente (HME) nenhuma informação importante seria ignorada pelo mercado. Para que a HME seja válida é necessário que as informações disponíveis sejam incorporadas nos preços das ações de forma imediata e não viesada, ou seja, que não haja assimetria informacional.

Fama (1970) propõe, primeiramente, três formas de eficiência: Forma Fraca, em que a informação passada é incorporada aos preços; Forma Semi-forte: quando os preços se ajustam ou incorporam as informações publicadas, como a divulgação de relatórios anuais, séries de preços etc.; Forma Forte: em que todos os investidores ou grupos de investidores possuem acesso a todas as informações relevantes, públicas ou privadas.

Ross *et al.* (2007, p. 281) explicam que um mercado de capitais é considerado de eficiência fraca “[...] quando incorpora integralmente a informação contida em preços passados”. Para o autor a eficiência fraca é o tipo menos exigente de eficiência que se espera encontrar num mercado financeiro, tendo em vista que a informação histórica a respeito dos preços é o tipo mais fácil de informação que se pode adquirir.

Na forma de eficiência semi-forte, Fama (1991) propõe a utilização da denominação de estudos de eventos para avaliar os ajustes de preços nas datas de publicação das informações (anúncios públicos). Camargos e Barbosa (2006) corroboram esse entendimento afirmando que:

[...] a metodologia mais utilizada para aferir a forma semi-forte são os estudos de evento, cujos testes procuram mensurar a velocidade do ajustamento dos preços dos títulos ao redor de uma data específica, quando da divulgação de informações relevantes.

Para Ross *et al.* (2007, p. 282) um mercado é eficiente ao nível semi-forte “[...] quando os preços refletem (incorporam) toda a informação publicamente disponível, incluindo informação tal como demonstrações contábeis publicadas, além de séries históricas de preços”.

Sarlo Neto *et al.* (2003, p. 5) explicam que em um mercado eficiente na forma semi-forte:

[...] os preços dos títulos devem refletir somente as informações sobre o ativo que se encontram publicamente disponíveis. Se o preço da ação apresentar reações à divulgação das demonstrações contábeis, pode-se presumir que o conteúdo informacional dos números contábeis são utilizados.

Ao destacar a forma semi-forte da HME, Hendriksen e Van Breda (1999, p. 120) relatam que um dos motivos “[...] pelos quais o mercado é eficiente no nível semi-forte é o de que a Contabilidade é apenas uma das fontes de informações publicamente disponíveis referentes à empresa e seus títulos”. Neste sentido, é possível que no momento em que as empresas divulgam seus demonstrativos financeiros, seu conteúdo informacional já tenha se tornado publicamente disponível ou, ainda, tenha sido antecipado pelo mercado.

Ross *et al.* (2007, p. 181-182) explicam que um mercado é eficiente no sentido forte “[...] quando os preços refletem (incorporam) toda informação, publicamente disponível ou não. [...] a eficiência forte pressupõe eficiência semi-forte, e eficiência semi-forte pressupõe eficiência fraca.”

De forma geral, pode-se afirmar que o processo de divulgação das informações contábeis é mais importante quanto menor for a eficiência do mercado, porque é neste estágio que os usuários externos (se não houver assimetria informacional) teriam acesso aos resultados das empresas, o que possivelmente ocasionaria mudanças em relação aos preços de mercado no período de sua publicação.

Assim, as demandas por informações financeiras e também as preferências dos investidores dependem das características gerais do mercado em termos de eficiência. “[...] a demanda por informações contábeis é maior em mercados menos eficientes em comparação com seus correspondentes mais desenvolvidos” (LOPES, 2002, p. 27).

Para Aboody, Hughes e Liu (2002, p. 984) os estudos em mercados ineficientes ganham importância porque:

[...] pesquisas em mercados de capitais evoluem para predições mais refinadas não somente nos sinais, mas também na medida de relevância dos coeficientes, o que nos faz acreditar que considerações acerca da ineficiência do mercado desempenharão um papel mais importante (ABOODY; HUGHES; LIU, 2002, p. 984, tradução nossa).

Diante disso, torna-se importante pesquisar a respeito da relevância da informação contábil, especialmente para os mercados menos desenvolvidos buscando avaliar a sua real utilidade.

#### **2.1.4 Abordagens Normativa e Positiva da Contabilidade**

As pesquisas desenvolvidas na área contábil podem ser separadas segundo a Tradição Normativa e a Tradição Positiva.

As primeiras pesquisas desenvolvidas em Contabilidade foram marcadas pela tradição normativa, como consequência das demandas da profissão, sendo elaboradas especialmente por profissionais da área. Em decorrência disto, inicialmente, as pesquisas em Contabilidade foram desenvolvidas com caráter exclusivamente normativo e voltadas à recomendação de práticas e procedimentos profissionais. (LOPES, 2002)

A abordagem normativa da Contabilidade, por sua própria definição, é centrada na observação de padrões de práticas e procedimentos profissionais oriundos de órgãos reguladores da área contábil.

A abordagem positiva da Contabilidade surgiu com o intuito de verificar como a Contabilidade é na prática.

Essa observação é bastante natural no campo da teoria de finanças, mas representa um ponto de ruptura com a teoria contábil normativa tradicional. A discussão deixa o foco das características ideais da informação por meio da comparação com conceitos pré-estabelecidos e passa a enfatizar a utilidade esperada dos usuários (LOPES, 2002 p. 23).

Para Bezerra e Lopes (2004, p. 136) “[...] dentro do paradigma positivo da pesquisa em Contabilidade, os números contábeis são vistos como relevantes somente se apresentam impactos claros e objetivos nas decisões econômicas de seus usuários.”

O ambiente formado pelo mercado de capitais representa um campo de grande aplicação de pesquisas empíricas na área contábil, relacionadas à investigação da utilidade da informação contábil nas decisões de seus usuários.

### 2.1.5 A Teoria Positiva e o Mercado de Capitais

Para Yamamoto e Salotti (2006, p. 2):

As pesquisas positivas em Contabilidade no mercado de capitais utilizam os conceitos da pesquisa empírica em finanças, trazendo para a Contabilidade o paradigma da eficiência de mercado. [...] Ao contrário das pesquisas normativas em teoria contábil [...] a pesquisa positiva começa a utilizar a variação nos preços dos títulos como um objetivo, consequência externa para inferir se as informações das demonstrações contábeis são úteis para os participantes do mercado.

A Teoria Positiva da Contabilidade compreende a verificação empírica da teoria contábil e a utilidade da informação contábil. Trabalhos com este enfoque consistem, em sua maioria, na verificação prática da relação entre a divulgação contábil e o reflexo no preço de ações no mercado de capitais.

Para Ball e Brow (1968) uma das formas de verificação da utilidade da informação contábil é a verificação empírica da associação entre o lucro obtido a partir dos relatórios financeiros da empresa e o reflexo no preço das ações.

A pesquisa de Ball e Brow (1968) é considerada uma das pioneiras da abordagem positiva da Contabilidade. No estudo, foi realizada uma avaliação entre os resultados anormais positivos e negativos e o preço das ações no período de 1946 a 1966. Os resultados da pesquisa apresentaram evidências da relação entre as variáveis estudadas.

No entanto, Ball e Brow (1968) destacaram que a maioria das informações contidas nos demonstrativos contábeis é antecipada pelo mercado, ou seja, é percebida antes da publicação dos relatórios. A antecipação das informações foi tão evidente no estudo que no mês da publicação as informações não causaram nenhum “salto” no preço das ações.

A pesquisa de Beaver (1968), também considerada clássica, buscou avaliar a reação do acionista em relação à divulgação dos resultados contábeis das empresas e seu reflexo no movimento (volume e preço) das ações nas semanas próximas à data de divulgação. O autor relata (a exemplo de Ball e Brown 1968) que antes do anúncio anual dos resultados das empresas o seu potencial de informação já havia sido absorvido pelo mercado e por consequência impactado o preço das ações.

Várias foram as pesquisas que buscaram avaliar a eficiência do mercado brasileiro. A pesquisa de Camargos e Barbosa (2006) destacam estudos empíricos, conforme Quadro 1:

AUTOR	PERÍODO DOS DADOS	CONCLUSÕES
Leal (1988-1989)	janeiro 1981 a dezembro 1985 (diários)	O investidor em novas ações obtém retornos superiores ao mercado nos curto e médio prazos (até 60 dias após a emissão) devido à assimetria de informação e à concentração na indústria do <i>underwriting</i> .
Leal e Amaral (1990)	janeiro 1981 a dezembro 1985 (diários)	Os autores encontraram períodos de retornos extraordinários antecedentes às assembléias de acionistas (5 e 60 dias) que poderiam ser aproveitados por <i>insiders</i> , violando a HEM.
Leite e Sanvicente (1990)	janeiro 1986 a dezembro 1988 (diários)	O valor patrimonial não possuía conteúdo informacional significativo no mercado, devido, talvez, à antecipação da divulgação dos balanços patrimoniais.
Schiehl (1996)	janeiro 1987 a abril 1995 (mensais)	O autor concluiu que o mercado de capitais brasileiro possui um nível de eficiência informacional semi-forte.
Vieira e Procianoy (1998)	janeiro 1987 a maio 1997 (diários)	Os resultados mostram que, mesmo estando as informações publicamente disponíveis, os investidores alcançam retornos acima dos esperados, o que caracteriza uma ineficiência de mercado.
Bueno <i>et al.</i> (2000)	maio 1995 a janeiro 1998 (diários)	Foi detectada uma ineficiência do mercado em precificar as ações no teste realizado com retornos das ações-objeto em um pregão antes do anúncio ou divulgação.
Perobelli e Ness Jr. (2000)	janeiro 1997 a maio 1998 (trimestrais)	O mercado não promove ajustes instantâneos por ocasião da divulgação de lucros, fazendo-o nos dias subseqüentes e na direção esperada apenas na ocorrência de informações favoráveis, revelando-se ineficiente em relação às demais informações.
Procianoy e Antunes (2001)	março 1989 a agosto 1997 (mensais)	Existe uma reação no preço das ações à divulgação dos informes financeiros das empresas, indicando que o mercado é ineficiente.
Vieira e Procianoy (2001)	janeiro 1987 a maio 1997 (mensais)	Os autores encontraram retornos positivos no primeiro dia de negociação <i>ex-evento</i> , o que caracteriza uma ineficiência dos mercados pesquisados..
Novis Neto e Saito (2002)	janeiro 1998 a dezembro 2000 (diários)	Os autores encontraram uma relação direta entre o <i>dividend yield</i> e o retorno anormal acumulado no período pós-evento. O mercado não se comportou de maneira eficiente na forma semi-forte.

QUADRO 1 - TRABALHOS EMPÍRICOS SOBRE A EFICIÊNCIA SEMI-FORTE DO MERCADO BRASILEIRO

FONTE: CAMARGOS e BARBOSA (2006)

As pesquisas abordadas por Camargos e Barbosa (2006) apontam, em sua maioria, para a ineficiência do mercado brasileiro. Lima *et al.* (2008) afirmam que a eficiência de mercado “[...] é teórica e não ocorre na prática [...]”.

Na pesquisa intitulada: Um estudo da eficiência informacional do Mercado Acionário Brasileiro, que teve como objetivo verificar se a informação sobre a intenção de emissão de *American Depositary Receipts* (ADRs) por empresas brasileiras gera retornos anormais nos preços das ações dessas companhias, Lima *et al.* (2008) obtiveram resultados que demonstraram que o mercado brasileiro possui percepção tardia para o evento estudado, apresentando retornos anormais positivos com suas ações após o anúncio da intenção de emissão de ADRs.

## 2.2 CONTABILIDADE FINANCEIRA

De acordo com a necessidade de informação de seus usuários a Contabilidade pode ser subdivida em Contabilidade Financeira, que apresenta como foco os usuários externos, e Contabilidade Gerencial, que busca atender as necessidades de informações dos usuários internos.

Frezatti, Aguiar e Guerreiro (2007, p.10) explicam que a separação da Contabilidade em dois grupos decorre:

[...] do entendimento de que os usuários são diferentes, que apresentam distinções significativas em suas necessidades, perspectivas e expectativas de utilização das informações contábeis. Ambos os grupos pretendem utilizar a Contabilidade como fonte básica no processo decisório, mas, não necessariamente, da mesma forma.

A Contabilidade Financeira está voltada para os usuários externos, como investidos, credores, governo, cujo acesso à informação é basicamente formado pelos demonstrativos contábeis e suas respectivas divulgações.

O foco da Contabilidade Gerencial são os usuários internos da entidade, como os gestores de diferentes áreas funcionais. No entanto, apesar de a Contabilidade buscar atender às diferentes necessidades de informações, os usuários considerados internos:

[...] dentro de cada uma das Contabilidades, têm algo em comum: o acesso às informações em maior profundidade do que o usuário externo. Nesse sentido, a assimetria externa tende a ser maior do que a assimetria interna. É esse um dos principais motivos para que sejam agrupadas dessa maneira (FREZATTI; AGUIAR; GUERREIRO, 2007, p. 10).

Enquanto a Contabilidade Gerencial é construída a partir das demandas de informações dos usuários internos, o que não requer o atendimento dos padrões legais, a Contabilidade Financeira apresenta como característica principal a regulamentação de seus registros, justamente para buscar maior proteção de seus usuários e assegurar comparabilidade.

Esta pesquisa apresenta como foco o estudo da Contabilidade Financeira e está voltada para a investigação da relevância da informação contábil para seus usuários, em especial os externos, que no contexto do mercado globalizado tornou-se um usuário internacional.

Portanto, é necessário abordar os diversos órgãos reguladores da Contabilidade Financeira que são representados, basicamente, no ambiente internacional pelo IASB; nos Estados Unidos pelo FASB; no Brasil pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) que é composto, entre outras entidades, pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC) e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Os Pronunciamentos Contábeis Internacionais conhecidos como *International Financial Reporting Standards* (IFRS), são publicações do IASB que visam maior transparência e comparabilidade das informações contidas nos relatórios financeiros publicados pelas empresas. Em um mercado cada vez mais globalizado o processo de harmonização das normas contábeis busca suprir a necessidade de entendimento dos diversos usuários da informação contábil, juntamente com os diversos participantes do mercado de capitais no Mundo.

O busca pela convergência das Normas Internacionais de Contabilidade está diretamente ligada ao processo de globalização da economia e o Brasil vêm acompanhando essas mudanças. Um exemplo é a criação, em 2005, pelo Conselho Federal de Contabilidade, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, por intermédio da Resolução CFC N. 1.055/05, que é composto pelas seguintes entidades:

- 1) ABRASCA – Associação Brasileira das Companhias Abertas;
- 2) APIMEC NACIONAL – Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais;
- 3) BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo;
- 4) CFC – Conselho Federal de Contabilidade;
- 5) IBRACON – Instituto dos Auditores Independentes do Brasil;
- 6) FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuarias e Financeiras.



Segundo o Artigo 3º da Resolução CFC N.º 1.055/05 que cria o Comitê de Pronunciamentos Contábeis, seus objetivos são:

[...] o estudo, o preparo e a emissão de pronunciamentos técnicos sobre procedimentos de Contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza, para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira, visando à centralização e uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da Contabilidade brasileira aos padrões internacionais (CFC, 2005, p. 2).

No dia 11 de Janeiro de 2008 foi aprovado pelo CPC o Pronunciamento Conceitual Básico que trata da Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis, que faz correlação às Normas Internacionais de Contabilidade emitidas pelo IASB.

A Comissão de Valores de Valores Mobiliários, por intermédio da Deliberação CVM N.º 539, de 14 de Março de 2008, aprovou e tornou obrigatória a aplicação do Pronunciamento Conceitual Básico para as Companhias Abertas, revogando a Deliberação 29/86. O Conselho Federal de Contabilidade considerando o Pronunciamento Básico do CPC, por intermédio da Resolução CFC N.º 1.121/08 aprova a Norma Brasileira de Contabilidade Técnica - NBC T 1, cuja finalidade é estabelecer os conceitos que fundamentam a preparação e a apresentação de demonstrações contábeis destinadas a usuários externos.

### **2.2.1 Demonstrativos financeiros**

Os demonstrativos financeiros ou demonstrativos contábeis constituem uma evidenciação econômica e financeira do patrimônio de uma organização em determinado momento.

A Deliberação CVM N.º 488/05 estabelece que as demonstrações contábeis são uma representação monetária estruturada da posição patrimonial e financeira em determinada data e das transações realizadas durante o período findo.

De acordo com a Estrutura para a Preparação e a Apresentação das Demonstrações Contábeis adotada pelo IASB em 2001, o objetivo das demonstrações financeiras é proporcionar informação acerca da posição financeira, do desempenho e das alterações na posição financeira de uma entidade, que seja útil a um grande número de usuários em suas tomadas de decisões econômicas.

Segundo o CPC (2008), as demonstrações contábeis são preparadas e apresentadas para usuários externos em geral, tendo em vista suas finalidades distintas e necessidades diversas. As demonstrações contábeis buscam satisfazer às necessidades comuns da maioria dos seus usuários, tais como: decidir quando comprar, manter ou vender um investimento em ações; avaliar a administração quanto à responsabilidade que lhe tenha sido conferida, qualidade de seu desempenho e prestação de contas; avaliar a capacidade da entidade de pagar seus empregados e proporcionar-lhes outros benefícios; avaliar a segurança quanto à recuperação dos recursos financeiros emprestados à entidade; determinar políticas tributárias; determinar a distribuição de lucros e dividendos.

O IASB ressalta, no entanto, que os demonstrativos financeiros não disponibilizam toda a informação que seus usuários possam necessitar, uma vez que elas, em grande medida, retratam os efeitos financeiros de acontecimentos passados e não proporcionam, necessariamente, informações não financeiras.

As entidades podem se enquadrar em diversos tipos de sociedade. As companhias ou sociedades por ações apresentam como característica principal a divisão de seu capital em ações, podendo ser de capital aberto ou fechado.

As empresas de capital aberto, as que possuem capital (ações, debêntures e outros títulos) negociado em mercado de valores mobiliários, também denominado mercado de capitais, são regidas, no Brasil, basicamente, pela Lei 6.404/76 e devem possuir registro junto a CVM.

A Lei N.º 6.404/76, modificada pelas Leis N.º 10.303/01 e Lei N.º 11.638/2007, estabelece em seu artigo 4º que “[...] a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários”. O artigo 176 estabelece que as companhias de capital aberto devem elaborar e publicar periodicamente os seguintes demonstrativos contábeis: Balanço Patrimonial (BP), Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL), Demonstração de Resultado do Exercício (DRE), Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) e Demonstração do valor Adicionado (DVA). (BRASIL, 1976)

Para Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007, p. 6) “[...] o balanço patrimonial tem por finalidade apresentar a posição financeira e patrimonial da empresa em determinada data, representando, portanto, uma posição estática”. De acordo com o artigo 178 da Lei N.º 6.404/76 “[...] no balanço, as contas serão classificadas

segundo os elementos do patrimônio que registrem, e agrupadas de modo a facilitar o conhecimento e a análise da situação financeira da companhia” (BRASIL, 1976).

Segundo a Norma Brasileira de Contabilidade Técnica N<sup>o</sup>. 3 do Conselho Federal de Contabilidade (CFC, 1990), a Demonstração de Resultado do Exercício “[...] é a demonstração contábil destinada a evidenciar a composição do resultado formado em determinado período de operações da Entidade”. Elaborada de acordo com o regime de competência, a DRE têm por objetivo apresentar de forma dedutiva o montante de receitas, despesas, ganhos e perdas, a fim de compor o resultado da entidade em determinado período.

A Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido possui como objetivo evidenciar as movimentações que afetam o Patrimônio Líquido da entidade em determinado período.

A Demonstração dos Fluxos de Caixa busca apresentar as movimentações que afetam a disponibilidade da entidade. Apesar de a publicação da DFC se tornar obrigatória no Brasil, a partir de 2008, para as companhias de capital aberto e para as companhias fechadas com patrimônio líquido na data do balanço superior a dois milhões de reais, muitas empresas efetuavam sua publicação, anteriormente, de forma voluntária.

O objetivo da Demonstração de Valor Adicionado (DVA) é mostrar a riqueza criada pela entidade em determinado período, assim como, a forma de sua distribuição. A publicação da DVA passou a ser obrigatória para as empresas de capital aberto, a partir do exercício de 2008.

O Quadro 2 apresenta os Demonstrativos Contábeis, assim como, suas finalidades.

DEMONSTRATIVO	SIGLA	FINALIDADE
Balanço Patrimonial	BP	Apresentar a posição financeira e patrimonial da entidade em determinada data.
Demonstração do Resultado do Exercício	DRE	Demonstrar a composição do resultado obtido pela entidade em determinado período.
Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido	DMPL	Evidenciar as movimentações que afetam o Patrimônio Líquido da entidade em determinado período.
Demonstração dos Fluxos de Caixa	DFC	Apresentar as movimentações que afetaram a disponibilidade da entidade em determinado período.
Demonstração do Valor Adicionado	DVA	Mostrar a riqueza construída pela entidade em determinado período.

QUADRO 2 – DEMONSTRATIVOS CONTÁBEIS

FONTE: A autora (2009)

### 2.2.2 Análise financeira de empresas

A análise financeira de empresas, também denominada análise de balanços, é uma técnica que permite avaliar as condições financeiras das empresas por meio de seus demonstrativos.

Para Silva (2001, p. 19) “[...] a análise financeira de uma empresa consiste num exame minucioso dos dados financeiros disponíveis sobre a empresa, bem como, das condições endógenas e exógenas, que afetam financeiramente a empresa.”

Assaf Neto (2005, p. 104) assim considera:

[...] a análise das demonstrações financeiras visa fundamentalmente o estudo de desempenho econômico-financeiro de uma empresa em determinado período do passado, para diagnosticar, em consequência, sua posição atual e produzir resultados que sirvam de base para a previsão de tendências futuras.

As razões que levam ao desenvolvimento da análise de uma empresa tendem a ser de caráter econômico e financeiro. Um investidor que pretende adquirir ações de determinada empresa necessita da análise para lhe fornecer uma expectativa de retorno sobre seu investimento. Da mesma forma, internamente a empresa precisa conhecer os resultados alcançados e avaliar seu desempenho. (SILVA, 2001)

A análise financeira de empresas possui como foco o atendimento às demandas de informações de usuários internos e externos da empresa. No entanto, é para os usuários externos, que normalmente não possuem acesso a informações de maior detalhamento, que esta técnica é utilizada com maior frequência.

Os demonstrativos financeiros utilizados como base para a avaliação financeira de uma empresa são o Balanço Patrimonial e a Demonstração de Resultado do Exercício. De forma ampla, as técnicas financeiras essenciais do processo de análise dos demonstrativos contábeis são: Análise Vertical e Horizontal; a Análise por Intermédio de Indicadores Financeiros e Diagrama de Índices.

Para Assaf Neto (2006, p. 115-123) “[...] o critério básico que norteia a análise de balanços é a comparação”. Assim, a Análise Horizontal consiste na comparação entre valores de uma mesma conta ou grupo de contas, em diferentes exercícios. A análise vertical também é um processo comparativo, evidenciado em

porcentagem, ao relacionar uma conta ou grupo de contas com um valor afim, identificado em um mesmo demonstrativo.

Na concepção de Matarazzo (2003) e Silva (2001) a análise financeira por intermédio de indicadores é a mais conhecida das técnicas, chegando por muitos autores a ser confundida com a própria análise de balanços.

Os indicadores financeiros são relações entre as contas ou grupo de contas das demonstrações financeiras, que possuem como objetivo fornecer informações que não são facilmente visualizadas nas demonstrações financeiras (SILVA, 2001). Por intermédio dos indicadores, é possível analisar o desempenho da empresa de forma individual, bem como, em relação a outras empresas.

O Diagrama de Índices é também considerado um importante instrumento de análise de balanços. Sua metodologia é desenvolvida pela decomposição dos elementos que exercem influência nos índices; cuja aplicação está relacionada de forma mais ampla quando se estuda a rentabilidade da empresa. (ASSAF NETO, 2006)

Camargos e Barbosa (2005, p. 103) ressaltam que:

Dentre as diversas técnicas indicadas pela literatura especializada para a análise do desempenho de uma empresa destaca-se a Análise de Índices Econômico-Financeiros, definida como uma técnica que considera os diversos demonstrativos contábeis como fonte de dados e informações, que são compilados em índices e indicadores, cuja análise histórica possibilita identificar a evolução do desempenho econômico-financeiro da empresa, bem como projeções de possíveis resultados futuros.

Assaf Neto (2006, p. 62) explica que por buscarem a relação dos elementos afins contidos nos demonstrativos contábeis, os indicadores econômico-financeiros permitem avaliar com mais propriedade a situação da empresa.

A análise das demonstrações contábeis por intermédio de indicadores tem por objetivo estudar o desempenho financeiro de uma empresa em determinado momento passado, para diagnosticar em consequência sua posição atual e produzir resultados de tendências futuras. São analisados por intermédio desta técnica basicamente a liquidez, a estrutura patrimonial e a rentabilidade da empresa. (MARTINS, 1987)

A maioria dos autores agrupa os indicadores de acordo com sua família ou informação disponibilizada como segue: liquidez ou solvência; estrutura de capital

ou endividamento; rentabilidade, retorno ou lucratividade; e indicadores de giro ou atividade.

O objetivo principal da construção de indicadores é obter uma visão ampla da situação econômica e financeira da empresa em determinado período. As principais informações fornecidas por esta técnica são as capacidades de pagamento de obrigações de curto, médio e longo prazo; a eficiência em relação aos aspectos operacionais como prazo médio rotação de estoques, de pagamento e recebimento da empresa; a composição do capital; e eficácia nos retornos sobre o investimento total e capital próprio.

Diversos são os indicadores que podem ser utilizados para avaliar o desempenho financeiro das empresas. Luchesa (2004) pesquisou os indicadores de análise financeira nos principais manuais de análise dos demonstrativos contábeis utilizados no Brasil. Dentre os autores pesquisados encontram-se: Alexandre Assaf Neto, Lawrence Gitman, Dante Carmine Matarazzo e Hilário Franco. O estudo identificou 243 indicadores de análise dos demonstrativos financeiros, que após análise de suas composições foram sintetizados em 26, que apresentam praticamente todo o universo dos principais indicadores de análise financeira das empresas.

Na presente pesquisa, os indicadores selecionados são agrupados de acordo com sua família ou características das informações, adotando-se como parâmetro a pesquisa de Luchesa (2004).

#### 2.2.2.1 Indicadores de liquidez

Os indicadores de liquidez ou solvência visam avaliar a situação financeira da empresa, ou seja, a capacidade de pagamento de suas obrigações.

Matarazzo (2003) explica que a partir do confronto dos Ativos Circulantes com as Dívidas contraídas, é possível saber quão sólida é a empresa. Para Silva (2001) a liquidez apresentada é um reflexo da capacidade que a empresa possui de ser lucrativa, da administração de seu ciclo financeiro e das suas decisões estratégicas de investimento e financiamento.

Nesse grupo são classificados os indicadores de Liquidez Imediata, Liquidez Seca, Liquidez Corrente, Imediata, Geral e Capital Circulante Líquido sobre as Vendas.

O indicador de Liquidez Imediata permite conhecer a capacidade de pagamento que a empresa possui em determinado momento, frente aos recursos que estão disponíveis. Este indicador é calculado pela fórmula:

$$\text{Liquidez Imediata} = \frac{\text{Disponível}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (1)$$

O indicador de Liquidez Seca, segundo Matarazzo (2003, p.173), “[...] visa medir o grau de excelência da sua situação financeira”. Para o autor quando este indicador apresenta-se baixo, não indica necessariamente comprometimento da situação financeira, sendo que em certos casos, pode ser o reflexo de estoques excessivos. A Liquidez Seca da empresa é obtida pela fórmula:

$$\text{Liquidez Seca} = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques} - \text{Despesas Antecipadas}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (2)$$

Para Matarazzo (2003) indicador de Liquidez Corrente significa: “margem de folga para manobras de prazos a fim de equilibrar as entradas e saídas de caixa da empresa”. Assim, quanto maior for o indicador de liquidez apresentado, maior é a margem de segurança da empresa, sendo melhor, também, sua situação financeira.

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (3)$$

Silva (2001) ensina que o Indicador de Liquidez Geral indica quanto à empresa possui de recursos para quitar seus compromissos de curto e longo prazo, ou seja, suas dividas totais. Este indicador é obtido conforme segue:

$$\text{Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}} \quad (4)$$

Luchesa (2004) explica que o Capital Circulante permite a comparação entre empresas de portes diferentes, sua fórmula é apresentada abaixo.

$$\text{Capital Circ. Líq. sobre as Vendas} = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Passivo Circulante}}{\text{Vendas}} \quad (5)$$

### 2.2.2.2 Indicadores de endividamento

Os Indicadores de Endividamento mostram as dívidas da empresa em relação ao capital próprio, possibilitando a análise de sua estrutura de capital. Para Assaf Neto (2005, p. 116-117) os indicadores de endividamento fornecem “[...] elementos para avaliar o grau de comprometimento financeiro de uma empresa perante seus credores (principalmente instituições financeiras) e sua capacidade de cumprir os compromissos financeiros assumidos a longo prazo”.

Os indicadores classificados neste grupo são denominados de Endividamento e Endividamento Geral, as fórmulas de seu cálculo são apresentadas a seguir:

$$\text{Endividamento} = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (6)$$

$$\text{Endividamento Geral} = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}{\text{Ativo Total}} \quad (7)$$

### 2.2.2.3 Análise do capital próprio

Os indicadores que compõem a análise de capital próprio identificados por Luchesa (2004) foram os Indicadores de Análise do Capital Próprio com os indicadores de Garantia de Capital de Terceiros e Rotação do Capital Próprio.

A Garantia de Capitais de Terceiros representa quanto à empresa possui de recursos próprios em relação a suas obrigações para com terceiros, representado pela soma do Passivo Exigível e Passivo Exigível a Longo Prazo.

$$\text{Garantia de Capital de Terc.} = \frac{\text{Patrim. Líq.} + \text{Resultados de Exerc. Futuros}}{\text{Passivo Exigível Total}} \quad (8)$$

A análise da Rotação do Capital Próprio evidencia o número de vezes que o Capital Próprio girou em relação às vendas do período.

$$\text{Rotação do Capital Próprio} = \frac{\text{Vendas}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (9)$$



#### 2.2.2.4 Análise das imobilizações

Os indicadores denominados de Imobilização do Capital Próprio e Medida de Estabilidade compõem o grupo de Análise das Imobilizações.

A Imobilização do Capital Próprio representa as aplicações no Ativo Permanente, oriundas do Capital Próprio da empresa.

$$\text{Imobilização do Capital Próprio} = \frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (10)$$

A medida de estabilidade possui como objetivo avaliar o montante aplicado em capital fixo da empresa e sua relação com as fontes de recursos de longo prazo.

$$\text{Medida de Estabilidade} = \frac{\text{Imobilizado}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Exigível a Longo Prazo}} \quad (11)$$

#### 2.2.2.5 Análise de rentabilidade

Os indicadores de rentabilidade possibilitam a avaliação dos resultados operacionais da empresa. Neste grupo foram classificados por Luchesa (2004) os seguintes indicadores: Margem Bruta, Margem Operacional, Margem Líquida, Rentabilidade do Patrimônio Líquido e Rentabilidade do Ativo.

O Indicador denominado de margem bruta compara o faturamento do período, menos os custos de produção, representando a parcela de retorno bruto que a empresa esta auferindo no período.

$$\text{Margem Bruta} = \frac{\text{Vendas} - \text{Custo dos Produtos Vendidos}}{\text{Vendas}} \quad (12)$$

A Margem Operacional e a Margem Líquida medem, segundo Assaf Neto (2005, p. 10), “[...] a eficiência de uma empresa em produzir lucro por meio de suas

vendas”, podendo ser apurado em termos operacionais e líquidos, conforme as fórmulas:

$$\text{Margem Operacional} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Vendas}} \quad (13)$$

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas}} \quad (14)$$

A Rentabilidade do Patrimônio Líquido mensura o retorno dos recursos aplicados na empresa por seus proprietários. Em outras palavras, esse indicador mede quanto seus proprietários obtêm de lucro em relação a cada unidade monetária investida por eles na empresa (ASSAF NETO, 2005). A fórmula do cálculo deste indicador é:

$$\text{Rentabilidade do Patrimônio Líquido} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (15)$$

Iudícibus (2007) afirma que o indicador de retorno sobre o investimento, ou Rentabilidade Ativo, pode ser considerado, de forma individual, o mais importante indicador de análise de balanços, e seu cálculo segue a fórmula:

$$\text{Rentabilidade do Ativo} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}} \quad (16)$$

#### 2.2.2.6 Análise geral de desempenho

No decorrer de suas atividades, a empresa executa a produção de bens e serviços para posterior venda e recebimento. Assim, os indicadores de Análise Geral de Desempenho buscam avaliar a *performance* da empresa em relação a suas atividades operacionais. Neste grupo, encontram-se os indicadores de rotação

de estoques, idade média dos estoques, rotação dos créditos, período médio de cobrança, rotação de fornecedores e período médio de pagamento.

O indicador de rotação dos estoques mostra o número de vezes que o volume do estoque médio da empresa girou no período em análise.

$$\text{Rotação dos Estoques} = \frac{\text{Custo das Vendas}}{\text{Estoque Médio}} \quad (17)$$

A Idade Média dos Estoques, segundo Assaf Neto (2006, p.199) revela o tempo médio de permanência dos produtos em estoque.

$$\text{Idade Média dos Estoques} = \frac{360 \times \text{Estoques Médios}}{\text{Custo das Vendas}} \quad (18)$$

$$\text{Rotação dos Créditos} = \frac{\text{Vendas}}{\text{Média dos Créditos}} \quad (19)$$

O Indicador denominado Período Médio de Cobrança refere-se ao tempo que a empresa espera para receber as vendas realizadas no período.

$$\text{Período Médio de Cobrança} = \frac{\text{Duplicatas a Receber} \times 360}{\text{Vendas Anuais}} \quad (20)$$

O indicador que calcula o período médio de pagamento revela o tempo médio que a empresa demora para efetuar o pagamento de seus fornecedores.

$$\text{Período Médio de Pagamento} = \frac{\text{Duplicatas a Pagar} \times 360}{\text{Compras Anuais}} \quad (21)$$

O Giro do Ativo indica o número de vezes que o ativo total da empresa girou, ou seja, transformou-se em dinheiro, em determinado período, em função das vendas realizadas. Quanto maior for esse indicador, melhor terá sido o desempenho da empresa (ASSAF NETO, 2006).

$$\text{Giro do Ativo} = \frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo Total}} \quad (22)$$

$$\text{Giro do Imobilizado} = \frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo Permanente}} \quad (23)$$

#### 2.2.2.7 Análise dos custos e despesas

No sétimo grupo estão os indicadores de Custos e Despesas. Neste grupo foi selecionado apenas o indicador de Custo da Dívida, que representa quanto custa para a empresa, em termos percentuais, o financiamento de sua atividade por intermédio de capital de terceiros. A fórmula deste indicador é:

$$\text{Custo da Dívida} = \frac{\text{Despesas Financeiras} \times 100}{\text{Dívidas Médias com Bancos}} \quad (24)$$

#### 2.2.2.8 Estabelecimento do valor da ação

O oitavo grupo trata do Valor da Ação, com os indicadores de Lucro por Ação e Relação Preço/Lucro:

O lucro por ação, segundo Assaf Neto (2005), representa a parcela do resultado líquido da empresa que corresponde a cada ação. Seu cálculo envolve a divisão do lucro líquido pelo número de ações emitidas pela empresa.

$$\text{Lucro por Ação} = \frac{\text{Lucro Disponível aos Acionistas Ordinários}}{\text{Número de Ações Ordinárias Emitidas}} \quad (25)$$

A Relação Preço/ Lucro é obtida pela divisão do valor da cotação da ação na Bolsa de Valores pelo Lucro obtido pelo investidor por ação.

$$\text{Relação Preço/Lucro} = \frac{\text{Preço da Ação em Bolsa}}{\text{Lucro por Ação}} \quad (26)$$

O Quadro 3 apresenta os indicadores de análise financeira de empresas, sintetizados por Luchesa (2004).

NÚMERO	DENOMINAÇÃO DO INDICADOR
01	Liquidez imediata
02	Liquidez Seca
03	Liquidez Corrente
04	Liquidez geral
05	Capital Circulante Líquido sobre vendas
06	Endividamento
07	Endividamento Geral
08	Garantia de Capital de Terceiros
09	Rotação do Capital Próprio
10	Imobilização do Capital Próprio
11	Medida de Estabilidade
12	Margem Bruta
13	Margem Operacional
14	Margem Líquida
15	Rentabilidade do Patrimônio Líquido
16	Rentabilidade do Ativo
17	Rotação dos Estoques
18	Idade Média dos Estoques
19	Rotação dos Créditos
20	Período Médio de Cobrança
21	Período Médio de Pagamento
22	Giro do Ativo
23	Giro do Imobilizado
24	Custo da Dívida
25	Lucro por Ação
26	Relação Preço Lucro

QUADRO 3 – RESUMO DOS INDICADORES

FONTE: Adaptado de Luchesa (2004, p. 88).

## 2.3 MERCADO FINANCEIRO

O entendimento do mercado financeiro requer visão integrada de todo o sistema financeiro de determinado país, que é formado por um conjunto de instituições que objetivam intermediar a transferência de recursos entre agentes poupadores e demandantes de recursos. Para Pinheiro (2008), o sistema financeiro pode ser compreendido como uma rede de mercados e instituições que têm por função transferir os fundos disponíveis de poupadores para investidores.

No mercado financeiro são processadas transações que permitem que um agente econômico qualquer, indivíduo ou empresa, sem perspectivas de aplicação de recursos, denominado agente econômico superavitário, seja colocado em contato com outro cujas perspectivas de investimento superam as respectivas disponibilidades da poupança, denominado agente econômico deficitário. (FORTUNA, 2005)

O Mercado Financeiro tem por objetivo efetuar transações entre agentes superavitários e deficitários de forma direta. A divisão básica do mercado financeiro contempla o mercado monetário e o mercado de capitais. A diferença básica entre o mercado monetário e o mercado de capitais diz respeito às características e prazos de negociação dos títulos. Enquanto no mercado monetário, são transacionados os títulos (de dívidas) que vencem no curto prazo, no mercado de capitais, são negociados títulos (de dívidas) de longo prazo, representados por obrigações e ações. (GITMAN, 2004); (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2007)

### 2.3.1 Mercado de capitais

As empresas necessitam, de forma permanente, captar recursos para o financiamento de suas atividades, o que pode ocorrer por intermédio de capital de terceiros ou de capital próprio. A captação de recursos junto a terceiros envolve o endividamento de curto e longo prazo. O financiamento por meio de capital próprio pode ocorrer pela retenção de lucros, aporte de capital dos sócios, ou pela abertura de capital com negociação de ações.

O mercado de capitais fornece os mecanismos de negociação visando à captação de recursos para as empresas por intermédio da oferta pública de títulos, que podem ser de propriedade, formados por ações ou títulos de dívidas,

denominados debêntures. Para Pinheiro (2008), o mercado de capitais é definido como:

[...] um conjunto de instituições que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. Ou seja, o mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas. (PINHEIRO, 2008, p. 130-131).

Gitman (2004, p. 21) explica que o mercado de capitais:

[...] permite a realização de transações entre fornecedores e demandantes de fundos de longo prazo. [...] A espinha dorsal desse mercado é formada pelas várias bolsas de valores que ofereçam um local para a realização de negócios com obrigações e ações.

O mercado de capitais assume o papel de municiador permanente de recursos para a economia, em virtude da ligação que efetua entre os que têm capacidade de poupança, ou seja, investidores, e aqueles carentes de recursos de longo prazo, como as empresas, por meio das operações que envolvem emissão e subscrição de ações. (ASSAF NETO, 2005)

A primeira oferta de títulos é realizada no mercado primário, no qual a captação de recursos dos investidores beneficia diretamente a empresa emissora. As negociações posteriores de tais títulos são realizadas no mercado secundário, passando os recursos a beneficiarem os proprietários dos títulos. No mercado secundário os títulos são transacionados entre os proprietários dos títulos e investidores.

Pinheiro (2008) classifica os participantes do mercado de capitais em dois grupos. O primeiro grupo é formado por particulares ou individuais, que são pessoas físicas ou jurídicas que participam diretamente do mercado, comprando ou vendendo ações, e assumem sozinhos os riscos do investimento. No segundo grupo encontram-se os investidores institucionais, que são pessoas jurídicas que movimentam grandes volumes de recursos no mercado financeiro.

#### 2.3.1.1 Bolsas de Valores

As Bolsas de Valores são as principais organizações do Mercado de Capitais, para onde convergem empresas na busca de fundos de médio e longo prazo e investidores que visam liquidez e maior retorno para seus investimentos.

Pinheiro (2008, p. 176) ao descrever a história das Bolsas de Valores relata que:

No final dos anos 90, as bolsas passaram a ser identificadas com o espírito altamente comercial dessa época. As bolsas tornam-se o símbolo do capitalismo e encontram-se no centro desse sistema. O nível de suas atividades dá uma imagem imediata da situação socioeconômica de toda uma nação.

A maior Bolsa de Valores do mundo é a *New York Stock Exchange* (NYSE) Conforme dados da *World Federation of Exchanges* (WFE), no ano de 2007, a NYSE capitalizou no mercado doméstico o montante de US\$ 15.651 bilhões de dólares. Esse volume é mais do que três vezes superior ao da Bolsa de Valores de Tóquio, que apresentou o segundo maior volume de capitalização de recursos no mercado doméstico, com o montante de US\$ 4.331 bilhões em 2007. (WORLD FEDERATION OF EXCHANGES (WFE), 2007)

As doze maiores bolsas, conforme o volume capitalizado no mercado doméstico, nos anos de 2006 e 2007, são descritas no Quadro 4.

BOLSA DE VALOR	US\$ BILHÕES	
	2006	2007
1. NYSE	15.421	15.651
2. Tokyo Stock Exchange	4.614	4.331
3. Euronext	3.713	4.223
4. Nasdaq Stock Market	3.865	4.014
5. London Stock Exchange	3.794	3.852
6. Shanghai Stock Exchange	918	3.694
7. Hong Kong Exchanges	1.715	2.654
8. TSX Group	1.701	2.187
9. Deutsche Börse	1.638	2.105
10. Bombay Stock Exchange	819	1.819
11. BME Spanish Exchanges	1.323	1.799
12. National Stock Exchange of India	774	1.660

QUADRO 4 – CAPITALIZAÇÃO NO MERCADO DOMÉSTICO EM 2007 E 2006

FONTE: Adaptado de *World Federation of Exchanges* (2007, p. 38)



O mercado de capitais vem apresentado crescimento constante em nível mundial e isso é também constatado no Brasil. A partir da implantação do Plano Real teve início um período de estabilidade da economia, o que fomentou o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, representado basicamente pela BOVESPA.

#### 2.3.1.2 Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA.

A BOVESPA é a maior da Bolsa de Valores da América Latina e é também considerada uma das maiores do mundo. Fundada em 1890, assumiu características institucionais a partir da década de 60 e em 1967, passou a se denominar Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Em maio de 2008, após a integração com a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), recebeu a denominação de Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros - BM&FBOVESPA S.A. (BOVESPA, 2009)

Juntos os mercados da BM&FBOVESPA abrangem a negociação de títulos e valores mobiliários, de renda variável e renda fixa, nos mercados de bolsa e de balcão organizado. No entanto, o mercado da BOVESPA envolve basicamente a negociação de títulos e outros valores mobiliários e o mercado da BM&F abrange a negociação de mercadorias e futuros, como a negociação de derivativos agropecuários e derivativos financeiros.

O mercado da BOVESPA concentra suas atividades na negociação de ativos no mercado de bolsa e no mercado de balcão. O mercado de bolsa é um segmento de negociação de ativos com regras específicas, dividido em quatro mercados denominados de Mercado Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Estes mercados são classificados nesta ordem de acordo com as exigências regulamentares e adicionais de Governança Corporativa, como será visto adiante. Entre os ativos negociados no mercado de Bolsa da BOVESPA, encontram-se as Ações e as Debêntures.

Conforme dados da BOVESPA o Mercado de Balcão possui regras e parâmetros de negociação específicos que são menos exigentes daquelas aplicadas no ambiente de bolsa. O Mercado de Balcão é constituído pelo Mercado de Ações para o Ingresso de S.As, denominado de BOVESPA MAIS, e a Sociedade

Operadora do Mercado de Ativos (SOMA). O BOVESPA MAIS foi formado para tornar mais acessível o ingresso da companhia no mercado de forma gradativa, especialmente as de pequeno e médio porte, que buscam crescer utilizando o mercado acionário como uma fonte de recursos.

A SOMA passou a ser controlada pela BOVESPA em 2002 como uma sociedade anônima de capital fechado. Atualmente recebe a denominação de Mercado de Balcão Organizado, que também é um segmento de negociação de ativos, porém com regras menos exigentes do que as do mercado de bolsa.

As empresas que possuem capital negociado no mercado de bolsa da BOVESPA recebem uma classificação setorial de acordo sua atividade principal, ou seja, por meio dos produtos ou serviços que mais contribuem para a formação de suas receitas.

A BOVESPA possui uma série de índices que buscam apresentar o desempenho de um conjunto de ações ao longo do tempo. O mais importante é o Indicador BOVESPA – IBOVESPA que foi criado em 1968 e possui como finalidade básica servir como indicador médio do comportamento do mercado.

### **2.3.2 Títulos de empresas**

Para cumprir os propósitos deste estudo, serão analisados os títulos representativos de capital, que são as ações, e os representativos de empréstimos ou dívidas, debêntures.

As debêntures são títulos de dívidas emitidos por sociedade anônima, que funcionam como empréstimos de capital e devem ser pagos com juros e correção monetária.

As ações são frações em que se divide o capital social de uma sociedade anônima. Segundo o art. 15 da Lei 6.404/76 (BRASIL, 1976), as ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são classificadas como Ordinárias, Preferenciais, ou de Fruição.

As Ações Ordinárias possuem como característica o direito a voto de seu titular. Mellagi Filho (1995) explica que as ações ordinárias são ações que conferem a seu titular o direito de votar nas Assembléias Gerais e Extraordinárias de Acionistas. São nessas Assembléias que são aprovadas as peças contábeis, bem

como a destinação do resultado do exercício e elegem-se os membros da diretoria da empresa.

Diferentemente das ações ordinárias, as ações preferenciais normalmente não proporcionam o direito a voto e são assim denominadas porque o seu proprietário possui prioridade no recebimento de dividendos. Outra característica destas ações é o reembolso do capital em caso de extinção da companhia. A Lei 6.404/76 (BRASIL, 1976) alterada pela Lei 10.303/01 (BRASIL, 2001) em seu art.15, parágrafo segundo, determina que o número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar a 50% (cinquenta por cento) do total das ações emitidas pelas companhias.

As ações de fruição não apresentam como objetivo a negociação. São ações de posse e propriedade dos fundadores da companhia, que foram amortizadas e o titular recebeu, antecipadamente, o valor contábil que elas representam. (BOVESPA, 2009)

### **2.3.3 Informação contábil e mercado de capitais**

A informação pode ser considerada a ferramenta mais importante do mercado, uma vez que todos os agentes envolvidos necessitam se informar para movimentarem seus negócios. As empresas que atuam neste ambiente são altamente regulamentadas, justamente para garantir os direitos dos investidores e evitar as denominadas *informações privilegiadas*.

A Contabilidade está envolvida diretamente neste processo, pois a publicação de seus demonstrativos busca atender à necessidade de informação de seus usuários para que possam tomar decisões. Para Hendriksen e Van Breda (1999), no mercado de capitais a informação contábil é necessária para suprir a necessidade de alocação de recursos, juntamente com o estabelecimento dos preços dos títulos que reflitam as relações entre risco e retorno.

No entanto, a quantidade e a qualidade da informação contida nos demonstrativos contábeis é objeto de controvérsias.

Para Beaver (1968), embora ocorram muitas razões para acreditar que os relatórios contábeis não sejam completos em relação a seu poder informativo, são duas as razões oferecidas com maior freqüência. A primeira é relativa a erros que

podem ocorrer nos demonstrativos contábeis, o que estimula a utilização de variáveis instrumentais em vez de utilizar os demonstrativos como etapa intermediária para o cálculo do valor das ações. A segunda razão é que embora os demonstrativos contábeis apresentem conteúdo informativo relevante existem outras fontes que contêm essencialmente as mesmas informações e que são disponibilizadas de forma mais oportuna.

A informação de modo geral chega ao mercado financeiro “atrasada, incorreta e enganosa, assim como os preços que saem dos mesmos são estimativas exageradas do valor verdadeiro.” Apesar dos diversos problemas que envolvem a informação no mercado financeiro, estes possuem a contribuição fundamental de agregar o montante de informações “[...] a respeito das condições presentes e das perspectivas futuras, com uma única medida - o preço das ações” (DAMODARAN, 2002, p. 41).

Damodaran (2002, p. 48) faz uma ligação entre a informação e o mercado financeiro ressaltando que o “[...] preço das ações é muitas vezes incorreto parcialmente devido a ineficiências nos mercados e parcialmente devido a informações erradas.” Uma forma de solucionar este problema, segundo o autor, seria a existência de um mercado ativo para a informação, em que analistas externos pudessem analisar, coletar e divulgar as informações.

Estudos que avaliem a eficiência das informações disponibilizadas pela Contabilidade e sua efetiva utilização no mercado de capitais são de extrema importância para atender a seus usuários, em especial os investidores efetivos e em potencial deste mercado.

Em relação à importância de tais informações, Ludícibus e Lopes (2004, p.127) explicam que:

[...] o estudo do papel da Contabilidade como fornecedora de informações para o mercado de capitais é de extrema importância para avaliação da eficiência da informação contábil no atendimento de alguns de seus mais importantes usuários: analistas e investidores do mercado de capitais.

As pesquisas relacionadas à informação contábil e o mercado de capitais foram realizadas predominantemente em países desenvolvidos, em que a estrutura de financiamento das empresas possui maior concentração no mercado de capitais. Essa não é ainda uma realidade no Brasil, pois o mercado de capitais apresenta

várias particularidades, como a estrutura de financiamento voltada para o mercado bancário e o controle acionário concentrado em poucos acionistas.

Conforme Okimura (2003), no mercado de capitais brasileiro existe a presença predominante do acionista controlador, com concentração de aproximadamente 76% das ações com direito a voto. Cavalhal (2004) corrobora este entendimento afirmando que as empresas brasileiras, em média, são controladas por seus três maiores acionistas.

O fato de as empresas possuírem, não somente no Brasil, mas também em outros países, o controle acionário concentrado dá origem a um importante problema de agência entre acionistas majoritários (controladores, que exercem influência sobre a gestão) e acionistas minoritários.

#### **2.3.4 Reação do mercado à divulgação das informações contábeis**

Sob o paradigma positivo da abordagem contábil existe uma relação central entre as informações disponibilizadas pela Contabilidade e o preço dos títulos negociados em Bolsas de Valores. Os números disponibilizados pela Contabilidade são vistos como relevantes somente se apresentarem impactos claros e objetivos nas decisões econômicas dos usuários. (BEZERRA; LOPES, 2004)

Para Lopes (2002, p. 7) “[...] o mercado financeiro é um dos maiores usuários da informação contábil por intermédio de analistas, corretoras, investidores institucionais e individuais, bancos de investimentos, etc.”

Bezerra e Lopes (2004, p. 136) referem que:

[...] para avaliar se a informação contábil apresenta informação nova para o mercado é necessário investigar se na data do anúncio (ou em um período de tempo próximo ao do anúncio) da informação contábil ocorreram variações importantes nos preços.

As primeiras pesquisas empíricas que buscaram estudar a reação do mercado de capitais em relação à divulgação das informações contábeis foram realizadas por Ball e Brown (1968) cujos resultados indicam que o preço das ações apresenta variação na mesma direção do lucro. Para Hendriksen e Van Breda (1999) uma explicação para este fato é que os lucros das empresas transmitem informação ao mercado de capitais e que, apesar desta constatação parecer óbvia,

a pesquisa de Ball e Brown foi a primeira a verificar que os números contábeis eram realmente informativos.

Os resultados da pesquisa de Ball e Brown (1968) apontam que a informação dos resultados contida nos relatórios anuais das empresas é útil e pode explicar o preço das ações no mercado. A pesquisa constatou, ainda, que a maior parte das informações contidas nos demonstrativos contábeis é antecipada pelo mercado, ou seja, são percebidas antes da publicação dos relatórios, evidenciando que a divulgação das demonstrações contábeis é apenas uma das muitas informações utilizadas pelos investidores. O poder de explicação dos preços das ações pelas informações contábeis foi de aproximadamente 20%.

Neste sentido, a maior reação do mercado concentra-se em outros fatores que não propriamente as informações contidas nos demonstrativos contábeis. Conforme estudos realizados, os relatórios contábeis servem para fazer um ajuste no preço de mercado, que segundo Ball e Brown (1968) possuem reflexo expressivo no valor das ações negociadas no mercado.

Embora existam estudos que comprovam a relação existente entre a divulgação dos demonstrativos contábeis e o valor de mercado das empresas, permanece a dúvida sobre se estes são significativos para explicar a oscilação dos valores.

Bezerra e Lopes (2004, p.136) ressaltam que:

[...] o simples relacionamento entre a variação no lucro da empresa e a variação no preço das ações não é per si uma prova razoável de que a informação é relevante para o mercado. Para avaliar se a informação contábil apresenta informação nova para o mercado é necessário investigar se na data do anúncio (ou em um período de tempo próximo ao anúncio) da informação ocorrem variações importantes nos preços.

No Brasil, o fortalecimento do Mercado de Capitais tem incentivado o desenvolvimento de estudos relacionados à divulgação de informações contábeis e a reação do mercado.

Um dos primeiros estudos que buscam relacionar a informação contábil e o mercado de capitais no Brasil foi realizado, em 2001, por Alexsandro Broedel Lopes em sua tese doutorado, que no ano de 2002 deu origem ao livro: A informação contábil e mercado de capitais. Lopes (2002) investigou o papel das informações contábeis para explicar o comportamento dos preços dos títulos negociados na BOVESPA, a amostra compreendeu o período de 1995 a 1999. Os resultados da

pesquisa apontam que os números contábeis são relevantes para explicar o preço dos títulos.

A pesquisa realizada por Lima e Terra (2004) concluiu que o conteúdo das demonstrações financeiras não são estatisticamente significativos para influenciar o preço das ações na BOVESPA. Contudo, Sarlo Neto (2004) no estudo sobre o preço das ações e a divulgação do resultado do exercício contábil, confirmou a relevância da informação contábil para o mercado brasileiro.

Lopes *et al.* (2005) aplicaram a metodologia de Ball e Brown (1968) sobre os grupos de ações ordinárias e ações preferenciais separadamente. Os resultados da pesquisa apresentam evidências de que as variações dos preços das ações preferenciais acompanham a direção dos resultados divulgados, confirmando a relevância das informações contábeis para os investidores. No entanto, para as ações ordinárias a relevância das informações contábeis foi confirmada apenas parcialmente, tendo vista que somente a carteira com retornos negativos seguiu na mesma direção dos resultados divulgados.

Dantas, Medeiros e Lustosa (2006) seguindo a lógica de pesquisas que relacionam lucro e retorno das ações, substituíram a medida de resultados contábeis pela alavancagem operacional, utilizando como amostra companhias listadas na BOVESPA no período de 2001 a 2004. Os testes empíricos da pesquisa apresentam evidências de que a variável representada pela alavancagem operacional é estatisticamente relevante para explicar o retorno das ações e que a relação é positiva.

Silva e Fávero (2007) estudaram a relação entre a informação contábil e o preço das ações negociadas na BOVESPA. Os resultados apontaram que no caso das ações ordinárias o que apresenta impacto na variação de seus preços são as variáveis relacionadas ao desempenho da empresa e os dividendos distribuídos, as variáveis que impactaram os preços foram: receita, lucro bruto, lucro operacional e os dividendos distribuídos no último ano. Para as ações preferenciais os impactos nos preços estão relacionados ao *Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) e o lucro líquido, e ainda o total da dívida bruta, sugerindo que o mercado entende que quanto maior o custo da dívida maior é alavancagem financeira e consequentemente melhor é o resultado da empresa.

O Quadro 5 sintetiza algumas pesquisas realizadas no Brasil sobre a influência das informações contábeis sobre o mercado de capitais.

AUTOR	PERÍODO DOS DADOS	CONCLUSÕES
Lopes (2002)	1995 a 1999	Os números contábeis são significativamente relevantes para explicar o preço dos títulos; o poder de explicação concentra-se no patrimônio líquido.
Sarlo Neto <i>et al.</i> (2003)	1990 a 2002	As variações dos preços das ações preferenciais seguem a mesma direção dos resultados contábeis o que confirma a relevância das informações contábeis para os investidores. Para as ações ordinárias somente a carteira com retornos negativos seguiram na mesma direção dos resultados divulgados.
Lima e Terra (2004)	1995 a 2002	Indicação que os retornos anormais das ações no dia da divulgação dos demonstrativos financeiros são estatisticamente insignificantes. Percepção de retornos anormais significativos referentes ao resultado do exercício, indicando que a natureza da informação divulgada é relevante para o mercado confirmar ou não as suas expectativas.
Sarlo Neto (2004)	1995 a 2002	Os resultados contábeis divulgados representam uma importante fonte de informação para os investidores, demonstrando que a contabilidade exerce o seu papel de redutora da assimetria informacional no mercado acionário brasileiro.
Lopes <i>et al.</i> (2005)	1990 a 2002	Evidências que as variações dos preços das ações preferenciais acompanham a mesma direção dos resultados divulgados
Dantas, Medeiros e Lustosa (2006)	2001 a 2004	Indicação que a alavancagem operacional é estatisticamente relevante para explicar o retorno das ações e que a relação é positiva.
Loriato e Gomes (2006)	2000 a 2004	As divulgações contábeis anuais trazem informações relevantes para o mercado brasileiro provocando um aumento no volume de ações negociadas, especialmente no entorno da semana do anúncio.
Silva e Fávero (2007)	2005 e 2006	O mercado entende que quanto maior o custo da dívida maior é a alavancagem financeira e consequentemente melhor é o resultado da empresa.
Scarpin <i>et al.</i> (2007)	2005	Evidências que a data e publicação das demonstrações contábeis trazem reflexos no preço das ações e no volume dos negócios.
Costa Jr. <i>et al.</i> (2007)	1995 a 2007	Existência de causalidade na direção do retorno contábil para o retorno de mercado a um nível marginal de 10%.
Santos (2008)	2000 a 2007	A reação entre os componentes do lucro contábil e o preço das ações, não demonstrou significância estatística para a variação de receitas e o retorno das ações, ao contrário das variações de despesas, que se mostraram significativas.

QUADRO 5 – A INFORMAÇÃO CONTÁBIL E A REAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

FONTE: A autora (2009)

Os resultados das pesquisas realizadas no mercado acionário brasileiro, conforme dados do Quadro 5, indicam em sua maioria, que as informações



contábeis são significativas para explicar o preço das ações. No entanto, não é possível detectar, ainda, em que medida essas informações são importantes e que variáveis contábeis exercem influência nas decisões dos investidores.

Contudo, a importância das informações contábeis no mercado de capitais não deve ser analisada de forma isolada. Ao considerar as pesquisas realizadas na área contábil, Silveira (2004, p. 68) destaca que “[...] a relevância da informação emanada pela contabilidade não pode ser avaliada completamente sem a consideração dos mecanismos de governança corporativa.”

### **2.3.5 Governança Corporativa**

Apesar da vasta regulamentação do mercado de capitais, inúmeros foram os casos de fraudes e defesa dos interesses particulares de gestores no ambiente empresarial. A necessidade de maior proteção para os investidores, para questões como a expropriação de seu capital, deu origem à Governança Corporativa, percebida como uma garantia adicional de controle e fiscalização, que visa garantir que as decisões preservem da melhor forma os interesses dos investidores.

A Governança Corporativa busca diluir os riscos dos investidores de não obterem os resultados positivos esperados. Esse risco decorre, essencialmente, da separação entre propriedade e controle que é uma característica das grandes organizações.

Para Shleifer e Vishny (1997, p. 737, tradução nossa) definem Governança Corporativa como:

[...] conjunto de relações entre a gestão das empresas, seus conselhos de administração, acionistas e outras partes interessadas. Estabelece caminhos pelos quais os investidores de capital das corporações são assegurados do retorno de seus investimentos.

Martinez (2001, p. 136) define Governança Corporativa como:

[...] um conjunto de processos através dos quais os investidores minimizam custos de agenciamento, por meio de nomeação de conselho de administração [...] demanda-se a prestação de contas e implementa-se o acompanhamento das principais decisões que estão sendo realizadas na empresa.

Para o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa a Governança Corporativa é definida como:

[...] sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa possuem a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade (IBGC, 2004, p. 6).

Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) os princípios básicos de governança corporativa são:

- Transparência (*disclosure*); a empresa não deve ter apenas a obrigação de informar, mas sim deve ter o desejo de informar;
- Equidade (*Fairness*); tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam de capital ou de demais partes interessadas;
- Prestação de Contas (*Accountability*); os agentes da Governança Corporativa devem prestar contas para quem os elegeu, durante os seus respectivos mandatos;
- Responsabilidade Corporativa; os responsáveis pela empresa devem zelar por sua continuidade, incorporando em suas práticas aspectos sociais e ambientais.

Os objetivos da Governança Corporativa, segundo o IBGC (2004) são: aumentar o valor da empresa, melhorar seu desempenho, facilitar o acesso ao capital a custos mais baixos e contribuir para a perpetuidade dos negócios.

#### 2.3.5.1 Determinantes da Governança Corporativa

Um dos principais fatores que contribuíram para o surgimento da Governança Corporativa foi à modificação da estrutura societária das empresas, o que ocasionou a perda do controle sobre os recursos aplicados pelos investidores de capital. A separação entre propriedade e controle fortaleceu o poder dos gestores de atuarem em defesa de seus próprios interesses, surgindo assim, os conhecidos problemas de agência.

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato em que os proprietários (principal) por não conseguirem gerir seu negócio delegam a terceiros (agente) essa tarefa, outorgando-lhes, com isso, alguma autoridade.

Silveira (2002) explica que a essência do problema de agência está no conflito de interesses possibilitado pela separação entre propriedade e controle, em relação às dificuldades que os investidores têm de garantir que seus fundos não serão expropriados ou perdidos em projetos não atrativos.

Os primeiros movimentos da Governança Corporativa foram fomentados pelo ativismo dos investidores institucionais nos Estados Unidos, na década de oitenta, em resposta a diversos casos de abuso de poder e expropriação da riqueza dos acionistas por executivos que naquela época dominavam o conselho de administração. O ponto crucial para o movimento foi a recusa da oferta de compra da Texaco, em 1984, por seus executivos, prejudicando os interesses dos acionistas. (SILVEIRA, 2004)

Em 1992, na Inglaterra foi editado o *Cadbary Report*, o primeiro Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. No ano de 1999, a *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) lançou os Princípios da Governança Corporativa, revisados em 2004.

Segundo a OECD (2004) a Governança Corporativa é apenas uma parte do contexto econômico maior em que as empresas operam, que inclui, por exemplo, políticas macroeconômicas e competitividade dos mercados e do produto. A estrutura da Governança Corporativa depende, ainda, da estrutura legal e regulatória e do ambiente institucional. Neste sentido, a estrutura de Governança Corporativa deve promover mercados transparentes e eficientes, que sejam consistentes com as questões legais e articule claramente a divisão das responsabilidades.

Os modelos de Governança Corporativa podem ser diferentes de acordo com as características de cada país. A pesquisa de Silveira (2002) apresenta algumas dessas características, que foram sintetizados para fins deste estudo no Quadro 6:

PAÍS	MODELO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA
Estados Unidos e Reino Unido	Pulverização do controle acionário; sistema de governança centrado no mercado; maior proteção de acionistas e credores
Alemanha	Equilíbrio dos interesses dos <i>stakeholders</i> ; regulamentado e controlado pelo estado; sistema de governança centrado em bancos. Maior proteção aos credores e menor para os acionistas; Grandes investidores (acionistas e bancos), pouca participação de minoritários.
Japão	Equilíbrio dos interesses dos <i>stakeholders</i> , garantia de emprego vitalício para os empregados; sistema de governança centrado em bancos; possui investidores de longo prazo e pequenos investidores
Outros países	Baixa proteção legal a investidores; empresas controladas por famílias (Itália), maioria dos financiamentos internos; grande concentração de propriedade.

QUADRO 6: SISTEMAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO

FONTE: Adaptado de Silveira (2002)

### 2.3.5.2 Governança Corporativa no Brasil.

De acordo com Okimura (2003) o movimento da Governança Corporativa no Brasil teve origem em 1990 com a abertura econômica, privatizações, fusões e aquisições.

Contudo, foi em 1995 com a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) que a Governança Corporativa passou a ser mais difundida no Brasil. Em 1999 o IBGC lançou o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa, atualizado pela terceira vez em 2004, que busca fornecer os fundamentos necessários para aplicação das boas práticas de Governança Corporativa no Brasil.

Segundo a Pesquisa do IBGC (2001) que contém a pesquisa de Korn Ferry e Mackinsey (2001), uma característica do modelo de Governança Corporativa adotado pelas empresas brasileiras é a forte concentração da propriedade em poucos acionistas ou sócios majoritários. Os 3 maiores acionistas possuem, em média, 85% das ações ordinárias. Essas informações são corroboradas por Okimura (2003) o qual afirma que no Brasil existe a presença predominante de um acionista controlador.

Para Silveira (2004), a alta concentração de propriedade das ações com direito a voto, juntamente com o controle, proporciona o principal conflito de agência no País, que ocorre entre acionistas controladores e minoritários e não entre acionistas e gestores, como nos países com estrutura de propriedade pulverizada.

### 2.3.5.3 Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA.

Em 2001, a BOVESPA lançou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), que são segmentos especiais de listagem desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Os NDGC classificam as empresas em níveis conforme as práticas de Governança Corporativa, denominados: Mercado Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. No Mercado Tradicional estão listadas as empresas que não se comprometeram, oficialmente, com a Governança Corporativa, o que não significa necessariamente que não adotem tais práticas.

As empresas efetuam a adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa de forma voluntária, por um processo se inicia com o estabelecimento de um contrato entre a BOVESPA, a companhia, seus controladores e administradores.

As empresas classificadas no Nível 1 de Governança Corporativa visam oferecer aos seus acionistas melhor transparência, com a divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento da sua performance. A premissa básica do Nível 1 é que a adoção de boas práticas de Governança Corporativa pelas companhias reflete maior credibilidade ao mercado acionário, aumentando a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, pagando um preço melhor por elas, o que diminui o custo de captação. Assim, as companhias listadas neste Nível são as que se comprometem, principalmente, com a melhoria da prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária.

O Nível 2 de Governança Corporativa busca proporcionar um ambiente de estimulação para os investidores e valorização das companhias. As empresas listadas neste segmento, além de atender as exigências do Nível 1, se comprometem com um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários, como a divulgação das Demonstrações Financeiras adicionais em IFRS ou USSGAP.

O Novo Mercado é o mais alto Nível de Governança de Corporativa, pois as empresas listadas neste segmento além de atender as exigências do Nível 1 e do Nível 2, devem adotar regras especiais, como a composição do Capital Social das Empresas que deve ser formado exclusivamente por Ações Ordinárias. A premissa

que norteia o Novo Mercado é que a valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias.

#### 2.3.5.4 Pesquisas sobre Governança Corporativa e valor das empresas no mercado

Algumas pesquisas têm sido desenvolvidas buscando avaliar os impactos da adoção de práticas diferenciadas de Governança Corporativa no valor das empresas no mercado brasileiro.

Ao estudar os efeitos da migração para os níveis diferenciados do Governança Corporativa, Batistella *et al.* (2004) verificaram que a presença de retornos anormais positivos nos preços das ações não é estatisticamente superior aos retornos anormais negativos, o que indica, segundo os autores, que provavelmente não ocorreu maior valorização das companhias que adotaram práticas diferenciadas de Governança Corporativa.

A pesquisa de Terra e Lima (2004) revelou que os investidores reagem de forma diferenciada a alguns sinalizadores de boas práticas de governança corporativa das empresas. No estudo foram percebidos retornos anormais positivos nas amostras de empresas que efetuam a divulgação de seus demonstrativos contábeis de forma pontual e nas empresas classificadas como privadas

A pesquisa de Silveira (2004) apresenta como um dos objetivos a relação entre a Governança Corporativa e o desempenho das empresas. Os resultados da pesquisa não confirmaram a hipótese de que uma maior qualidade de Governança causa impacto significativo sobre o valor e rentabilidade da empresa, ou seja, a adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa não influencia positivamente no valor de mercado da companhia. Esse resultado sugere que o mercado atribui maior importância a práticas de sucesso e conteúdo das informações disponibilizadas pelas empresas do que à estrutura de Governança Corporativa.

Percebe-se a necessidade de estudos adicionais sobre a utilidade das informações contábeis, especialmente no Brasil, cujo mercado de capitais está em expansão e busca, principalmente, pelos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA maior transparência e estímulo para os investidores, o que amplia o campo de pesquisas na área contábil.

### 3 METODOLOGIA

A metodologia é considerada um conjunto de procedimentos utilizados pelos investigadores para produzir conhecimento científico. Segundo Kaplan (1975, p. 26) o “[...] objetivo da metodologia é o de ajudar-nos a compreender, nos mais amplos termos, não os produtos da pesquisa científica, mas o próprio processo”.

Richardson (2008, p. 22) define metodologia como “[...] procedimentos e regras utilizadas por determinado método. [...] o método científico é o caminho da ciência para chegar a um objetivo. A metodologia são as regras estabelecidas para o método científico [...]”.

Hair Jr. *et al.* (2005a, p. 80) explica que “[...] ciência é o que se conhece sobre determinado assunto. Ela tenta descrever a realidade de um modo verdadeiro. O método científico é aquele que os pesquisadores empregam para adquirir esse conhecimento”.

Marconi e Lakatos (2008, p. 44) complementam que “[...] todas as ciências caracterizam-se pela utilização de métodos científicos [...] e não há ciência sem o emprego de métodos científicos.”

Richardson (2008, p. 70) descreve que “método em pesquisa significa a escolha de procedimentos sistemáticos para a descrição e explicação de fenômenos”. Marconi e Lakatos (2008, p. 46) definem método como:

[...] conjunto das atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo – conhecimentos válidos e verdadeiros –, traçando o caminho a ser seguido, detectando erros e auxiliando as decisões do cientista.

Visando atingir os propósitos da pesquisa, esta seção caracteriza a metodologia empregada quanto ao método, lógica, objetivos, procedimentos e abordagem do problema. Na sequência, a população e definição da amostra e a identificação das variáveis que compõem a pesquisa, são apresentadas.

#### 3.1 CARACTERIZAÇÃO QUANTO AO MÉTODO DE PESQUISA

Marconi e Lakatos (2008) apresentam os seguintes métodos de pesquisa das ciências sociais: método indutivo, método dedutivo, método hipotético-dedutivo e método dialético.

No presente estudo, o método de acordo com a lógica da investigação, é classificado como hipotético-dedutivo, que segundo Marconi e Lakatos (2008) origina-se da percepção de uma lacuna nos conhecimentos, acerca da qual formula hipóteses e, pelo processo de inferência dedutiva, testa a predição da ocorrência de fenômenos abrangidos pela hipótese.

### 3.2 CARACTERIZAÇÃO QUANTO AO TIPO DE PESQUISA

Collis e Hussey (2005, p. 27) esclarecem que uma classificação padrão de pesquisa divide os projetos em pesquisa aplicada ou básica.

A pesquisa básica é também denominada pesquisa fundamental ou pesquisa pura, que se referem à pesquisa de natureza menos específicas, que visam aumentar o entendimento de questões gerais, sem ênfase em sua aplicação imediata. A pesquisa aplicada é “[...] aquela que foi projetada para aplicar suas descobertas a um problema específico existente.” (COLLIS; HUSSEY, 2005, p. 27)

Segundo Hair Jr. *et al.* (2005a, p. 32) a pesquisa aplicada “[...] é motivada por uma tentativa de resolver um determinado problema [...]”.

A presente pesquisa é classificada como aplicada, pois busca investigar as relações existentes, no curto prazo, entre o processo de divulgação dos demonstrativos contábeis, por intermédio da construção de indicadores contábil-financeiros, e o seu reflexo no valor das ações no mercado acionário brasileiro.

### 3.3 CARACTERIZAÇÃO QUANTO AOS OBJETIVOS DA PESQUISA

Para Collis e Hussey (2005) os objetivos evidenciam os motivos pelos quais o pesquisador está realizando a pesquisa. Gil (2007) classifica as pesquisas, em relação aos seus objetivos, em três grandes grupos: exploratórias, descritivas e explicativas.

De acordo com os objetivos propostos, esta pesquisa é classificada como descritiva e explicativa. Segundo Collis e Hussey (2005, p. 24), nas pesquisas descritivas “[...] os dados compilados costumam ser quantitativos e técnicas estatísticas são geralmente usadas para resumir as informações.”



Para Hair Jr *et al.* (2005a) nos estudos descritivos os dados coletados são categorizados em transversais e longitudinais. Os estudos transversais efetuam a coleta dos dados em um único ponto no tempo e permitem a realização de um panorama ou a descrição dos elementos deste período. Nos estudos longitudinais os dados coletados descrevem eventos ao longo do tempo e exigem que os dados sejam coletados das mesmas unidades. Estes dados representam uma série temporal de observações sobre a qual é possível identificar tendências. O presente estudo utiliza uma combinação de análise de dados de séries temporais, juntamente com dados de corte, ao longo do período analisado.

Collis e Hussey (2005, p. 24) destacam que nas pesquisas explicativas o pesquisador “[...] vai além da descrição das características, analisando e explicando porque ou como os fatos estão acontecendo. Portanto, [...] tem como objetivo entender fenômenos, descobrindo e mensurando relações causais entre eles.”

A presente pesquisa é classificada como descritiva e explicativa, pois busca conhecer em que medida as informações disponibilizadas pela contabilidade, por intermédio da construção de indicadores contábil-financeiros, são significativas para explicar o valor das ações de empresas no mercado.

### 3.4 CARACTERIZAÇÃO QUANTO AOS PROCEDIMENTOS DA PESQUISA

Em relação aos procedimentos foram selecionadas, para fins deste estudo, a pesquisa bibliográfica, a pesquisa documental e o estudo de eventos.

A pesquisa bibliográfica é uma estratégia necessária para a condução de qualquer pesquisa científica, pois busca “[...] explicar e discutir um assunto, tema ou problema com base em referências publicadas [...]” (MARTINS; THEÓPHILO, 2007, p. 54).

Ao relacionar a aplicação da pesquisa documental na área contábil, Raupp e Beuren (2003, p. 90) descrevem que a contabilidade “[...], utiliza-se com certa frequência a pesquisa documental, sobretudo quando se deseja analisar o comportamento de determinado setor da economia, como os aspectos relacionados à situação patrimonial, econômica e financeira.”

Para Mackinlay (1997) utilizando dados do mercado financeiro, o estudo do evento mede o impacto de um evento específico no valor de uma empresa.

Neste ambiente, a utilidade do estudo de evento vem do fato que, dado a racionalidade o mercado, os efeitos de um evento são refletidos imediatamente no preço das ações. Assim, uma medida do impacto econômico do evento pode ser construída usando preços de ações observados sobre um período de tempo relativamente curto.

Nas pesquisas da área contábil e de finanças, o estudo de evento é aplicado sobre uma variedade de assuntos, como processos de aquisição e fusões, divulgação de demonstrativos contábeis. Contudo, a maioria das aplicações apresenta como foco, o efeito de um evento no preço de uma classe particular de ações das empresas. (MACKINLAY, 1997)

Para Batistella *et al.* (2004) a essência de um estudo de eventos se resume na tentativa de mensurar impactos nos preços de títulos em função de eventos ocorridos. O pilar central é a hipótese de eficiência dos mercados, uma vez que os impactos de eventos relevantes seriam refletidos de maneira rápida no preço das ações.

A metodologia do estudo de eventos pode ser estruturada na linha do tempo como segue:

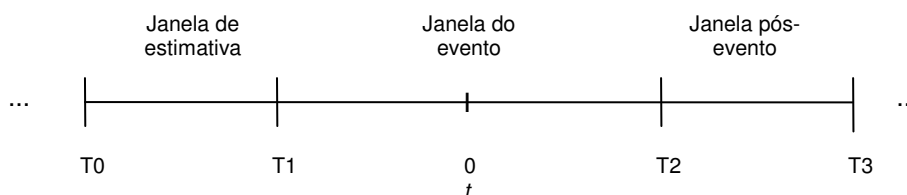


FIGURA 1 - LINHA DO TEMPO DO ESTUDO DE EVENTO

FONTE: MACKINLAY (1997)

No Brasil, diversos autores utilizam a metodologia de estudo de eventos para explicar o comportamento dos preços dos títulos frente à divulgação de informações ao mercado. Dessa forma, a metodologia do estudo de eventos visa, a partir da hipótese de mercado eficiente, mensurar o impacto da divulgação de uma informação no valor da empresa, mais especificamente no comportamento dinâmico dos preços e dos retornos dessa firma nos mercados financeiros. (LAMOUNIER; NOGUEIRA, 2004)

No presente estudo, os eventos estudados são o fechamento de trimestre e a publicação dos demonstrativos contábeis de empresas listadas na BOVESPA.

Para tanto, são estudados o comportamento dos preços das ações Ordinárias e Preferenciais na data de fechamento do trimestre, e nas datas defasadas em relação à data de publicação dos demonstrativos contábeis conforme segue: 30, 15 e 5 dias antes da publicação, data da publicação, 5, 15 e 30 dias após a publicação, no período compreendido de 01/01/1998 a 31/03/2008.

### 3.5 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA QUANTO À ABORDAGEM DO PROBLEMA

Em relação à abordagem do problema, a presente pesquisa utiliza o método quantitativos, que segundo Richardson (2008) caracteriza-se pelo emprego da quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas, desde as mais simples com percentual, média, desvio - padrão, às mais complexas, como coeficiente de correlação, análise de regressão etc.

Este estudo aplica a abordagem quantitativa das informações, ao utilizar a Análise Estatística Multivariada, por intermédio das Técnicas de Análise de Correlação, Componentes Principais e Regressão Linear Múltipla Análise de Dados em Painel.

#### 3.5.1 Análise Estatística Multivariada

A pesquisa na área contábil sugere muitas relações entre as variáveis envolvidas. Assim, se faz necessário estudar o relacionamento existente entre as variáveis de determinada amostra de dados com o intuito de obter respostas a respeito de suas ocorrências.

A análise estatística multivariada consiste basicamente em calcular a força de coesão ou correlação de variáveis aleatórias. Para Clemente (1989, p. 1) Análise Multivariada é:

[...] um conjunto de técnicas que permitem o manuseio simultâneo de dezenas e até centenas de variáveis, de modo a se lhes extrair o conteúdo de informação, mesmo nos casos em que não se dispõe de antemão de um modelo teórico rigorosamente estruturado a respeito das relações entre essas variáveis.

Segundo Hair Jr. *et al.* (2005b) a Análise Multivariada refere-se, em termos gerais, a todos os métodos estatísticos que analisam simultaneamente medidas de

cada indivíduo ou objeto sob investigação. Qualquer análise simultânea com mais de duas variáveis pode ser considerada multivariada.

Mesmo entendimento é encontrado em Dancey e Reidy (2006, p. 487): “[...] estatísticas multivariada são extensões das simples técnicas univariadas (ou bivariadas) para as situações nas quais temos mais do que uma variável dependente, assim como uma variável independente ou mais.”

### 3.5.1.1 Análise de Correlação

A Análise Estatística Multivariada se fundamenta na análise do conjunto de relações das variáveis envolvidas na pesquisa. A medida padronizada de associação entre as variáveis é denominado de coeficiente de correlação, que indica a força e a direção do relacionamento entre variáveis aleatórias. Para Gujarati (2000, p. 9) o objetivo básico da análise de correlação “[...] é medir a intensidade ou o grau de associação linear entre duas variáveis”.

A medida frequentemente utilizada é o coeficiente de correlação de Pearson, que é obtido a partir da divisão da covariância de duas variáveis pelo produto de seus desvios padrões, conforme expressão:

$$r_{xy} = r = \frac{S_{xy}}{\sqrt{S_{xx} S_{yy}}} \quad (27)$$

O Coeficiente de Correlação é uma medida de associação entre as variáveis, representado por números que variam entre -1 e 1. Pode-se dizer que as variáveis estão correlacionadas quando as mesmas possuem cargas próximas a 1, existindo sobreposição na contribuição de cada uma para a combinação linear das mesmas.

### 3.5.1.2 Análise de Componentes Principais

A análise de componentes principais é uma ferramenta estatística com grande poder informativo, utilizada para redução do número de variáveis de modo a fornecer uma visão ampla dos dados. Para Dancey e Reidy (2006), a técnica de

Componentes Principais é executada para redução de um grande número de variáveis a um número menor.

Para Clemente (1989, p. 81) a análise de componentes principais é baseada na diagonalização da matriz de variância–covariância. Luchesa (2004) complementa que mediante a substituição das variáveis originais por combinações lineares não correlacionadas, obtém-se um sistema mais simples de análise com base em um novo conjunto de variáveis, obtido por intermédio da rotação rígida dos eixos originais, na direção em que se obtém a máxima variabilidade dos dados.

Uma primeira característica dos componentes principais, que os tornam mais efetivos do que as variáveis originais para a análise conjunta de dados, é que as variáveis originais podem guardar correlações entre si, correlações que são suprimidas na análise de componentes principais. Neste sentido, cada componente principal traz uma informação estatística diferente das outras. Uma segunda característica, é que cada componente principal maximiza a informação estatística para uma das coordenadas que estão sendo criadas. As variáveis originais possuem a mesma importância estatística, mas os componentes principais possuem importância estatística decrescente. (PRADO *et al.* 2002)

### 3.5.1.3 Análise de Regressão Linear Múltipla

Gujarati (2000, p. 4) explica que a análise de regressão:

[...] ocupa-se do estudo da dependência de uma variável, a *variável dependente*, em relação a uma ou mais variáveis, as *variáveis explicativas*, com o objetivo de estimar e/ou prever a média (da população) ou o valor médio da dependente em termos dos valores conhecidos ou fixos (em amostragem repetida) das explicativas.

Segundo Hair Jr. *et al.* (2005b, p. 132) “[...] a análise de regressão múltipla é uma técnica estatística geral usada para analisar a relação entre uma única variável dependente e diversas variáveis independentes.” Cunha e Coelho (2007, p. 132) complementam que “[...] a idéia chave da regressão múltipla é a existência de dependência estatística de uma variável denominada dependente, ou variável prevista ou explicada, em relação a uma ou mais variáveis independentes, explanatórias ou preditoras.”

O objetivo da análise de regressão múltipla “[...] é usar as variáveis independentes cujos valores são conhecidos para prever os valores da variável dependente selecionada pelo pesquisador” (HAIR JR. *et al.* 2005b, p. 136).

Para Cunha e Coelho (2007, p. 134) “[...] a combinação linear de variáveis independentes usadas coletivamente para prever a variável dependente é também conhecida como equação ou modelo de regressão”. Conforme Gujarati (2000, p. 277) o Modelo de Regressão Linear pode escrito como:

$$Y = \beta_1 + \beta_2 X_{2i} + \beta_3 X_{3i} + \dots + \beta_k X_{ki} + u_i \quad i = 1, 2, 3, \dots, n \quad (28)$$

Em que  $Y$  é a variável dependente,  $X_2, X_3 + \dots X_k$  são as variáveis explicativas,  $\beta_1$  = intercepto,  $\beta_2$  a  $\beta_k$  = coeficientes parciais de inclinação,  $u$  = termo de perturbação estocástico e  $i = i$ -ésima observação, sendo  $n$  o tamanho da amostra.

Ou, ainda, para Cunha e Coelho (2007, p. 137) a Equação da Regressão pode ser escrita como:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n + \varepsilon \quad (29)$$

Onde:

$Y$  é a variável dependente;

$X_1, X_2 \dots X_n$  são as variáveis independentes;

$\beta_0, \beta_1, \beta_2 \dots \beta_n$  são denominados parâmetros da regressão;

$\varepsilon$  é o termo que representa o resíduo ou erro da regressão.

A análise de Regressão Linear Múltipla busca determinar as variáveis explicativas que melhor prevêm a variável dependente. Neste estudo, busca-se conhecer em que medida os indicadores contábeis (variáveis explicativas), construídos a partir dos demonstrativos contábeis trimestrais das empresas selecionadas, são significativos para explicar o preço das ações ordinárias e preferenciais (variável dependente).

### 3.5.1.4 Suposições em análise de regressão múltipla

Para Hair Jr. *et al.* (2005b, p. 153) “[...] os melhoramentos na previsão da variável dependente são possíveis acrescentando variáveis independentes e mesmo transformando-as para representar questões da relação que não são lineares”. Para tanto, o autor destaca que é necessário a aplicação de várias suposições sobre as relações entre as variáveis dependente e independente que afetam o procedimento estatístico (mínimos quadrados) usado para regressão múltipla.

Cunha e Coelho (2007, p. 151-157) destacam que a análise multivariada requer testes de suposições para as variáveis separadas e em conjunto, sendo que a aplicação apropriada de um procedimento estatístico depende do cumprimento desse conjunto de suposições. As principais suposições requeridas na análise de regressão são:

- Normalidade dos resíduos; ocorre quando o conjunto dos resíduos produzidos em todo o intervalo das observações apresenta distribuição normal, indicando que os casos amostrados se dispõem normalmente em toda a extensão da população. As soluções deste pressuposto passam pela inclusão de novas variáveis explicativas, exclusão de *outliers*, reformulação da relação funcional;
- Homoscedasticidade dos resíduos; caracterizada pela dispersão homogênea das ocorrências de Y em relação a cada observação de X. A presença de variâncias desiguais entre as variáveis a violação da suposição da regressão é conhecida como heteroscedasticidade. A correção desta violação pode ser obtida pela mudança da forma funcional ou pela retirada de dados em desacordo com a natureza do fenômeno estudado;
- Ausência de autocorrelação serial nos resíduos; pressupõe que a correlação entre os resíduos, ao longo do espectro das variáveis independentes, é zero, o que implica que o efeito de uma observação de dada variável X é nulo sobre as observações seguintes, ou seja, os resíduos são independentes entre si e só se observa o efeito de X sobre Y, não existindo autocorrelação residual;

- Linearidade dos coeficientes; representa o grau em que a variação na variável dependente é associada com a variável independente de forma estritamente linear;
- Ausência de Multicolinearidade entre as variáveis independentes; a Multicolinearidade ocorre quando duas ou mais variáveis independentes do modelo, explicando o mesmo fato são fortemente correlacionadas.

A multicolinearidade não permite separar com segurança o efeito individual das variáveis sobre o efeito total, porque inflaciona a variância e o erro padrão da estimativa.

#### 3.5.1.5 Análise de Dados em Paineis

A inserção de variáveis qualitativas na análise de regressão, denominadas variáveis *dummies*, possibilita maior flexibilidade ao modelo de regressão linear. Gujarati (2000, p. 503) explica que na análise de regressão, a variável explicada é muitas vezes influenciada não somente por variáveis que são facilmente quantificadas em alguma escala bem definida, mas também por variáveis essencialmente qualitativas. As variáveis qualitativas geralmente indicam a presença ou ausência de uma qualidade ou atributo. Uma forma de quantificar esse atributo é construir variáveis artificiais que assumam valores 1 ou 0, em que 0 - indica a ausência de determinado atributo e 1- indica a presença do atributo.

Ao relacionar o uso de variáveis *dummies* em séries temporais combinadas com dados de corte é observado que:

Quando se está lidando com dados de corte e séries temporais, em que cada amostra de corte individual é pequena, de modo que não é possível fazer inferências incisivas sobre os coeficientes, é comum em trabalho aplicado reunir todos os dados e estimar uma regressão em comum. A motivação básica para combinar dados de séries temporais e de corte é que, se o modelo está completamente especificado, a combinação permite inferência e, possivelmente, previsão de modo mais eficiente. (VINOD; ULLAH, 1981, *apud* GUJARATI, 2000, p. 528)

Marques (2000) destaca as vantagens da estimação com dados em painéis, como: revelação da heterogeneidade individual, como a existência de características diferenciadoras dos indivíduos que podem ou não ser constantes ao longo do tempo; maior quantidade de informação, maior variabilidade dos dados, menor



colinearidade entre as variáveis, maior número de graus de liberdade e maior eficiência na estimação; permite tipificar as respostas de diferentes indivíduos a determinados acontecimentos, em diferentes momentos; a maior quantidade de informação disponível aumenta a eficiência da estimação.

O presente estudo combina séries de dados temporais e dados de corte em uma única coluna de observações para cada variável. A inserção de *dummies* aditivas e multiplicativas de empresas e de trimestres, busca evidenciar especificidades, ou características individuais de cada empresa, bem como, fatores macroeconômicos que podem ter impactado determinados períodos da análise, como taxa de juros, taxa de inflação e outros fatores de conjuntura econômica interna e externa.

As *dummies* de Governança Corporativa, também incluídas na análise, objetivam identificar sua possível interferência, no padrão de influência dos indicadores contábil-financeiros sobre os preços das ações Ordinárias e Preferenciais, no curto prazo.

### 3.6 SELEÇÃO DOS DADOS

O Universo da pesquisa compreende 449 empresas registradas na BOVESPA em 31/12/2007. A amostra por contingência foi composta a partir da carteira teórica formada pelas empresas que participaram do Índice da BOVESPA (IBOVESPA), selecionadas de acordo com os seguintes critérios:

- 1- Empresas que participaram do IBOVESPA em Dezembro de 1997 e também participaram em Dezembro de 2007.
- 2- Empresas que participaram do IBOVESPA em Dezembro de 1997 e mantiveram registro junto à BOVESPA até Março de 2008.

Além destes critérios, para compor a amostra, a empresa deveria, ainda, possuir cotação ininterrupta, ou de no mínimo 10 dias em cada mês, para o tipo de ação considerado, em todo o período amostral. O objetivo deste critério foi à seleção de empresas que tiveram alta negociabilidade de suas ações, requisito necessário para atingir os propósitos do estudo.

O Quadro 7 apresenta as empresas e as respectivas ações selecionadas.

N.º	CÓDIGO DA EMPRESA	TIPO DE AÇÃO	
		ON	PN
1	ALPARGATAS	X	X
2	ARACRUZ	X	X
3	BRADESCO	X	X
4	BRASIL	X	
5	CELESC		X
6	CEMIG	X	X
7	CESP	X	X
8	COM GAS		X
9	COPEL	X	X
10	DURATEX VER		X
11	ELETRONBRAS	X	X
12	ELETROPAULO		X
13	EMAE		X
14	GERDAU		X
15	ITAUBANCO	X	
16	KLABIN	X	
17	LIGTH S.A	X	
18	LOJAS AMERICANAS	X	
19	LOJAS RENNER	X	
20	PERDIGÃO	X	
21	PÃO DE AÇÚCAR		X
22	PANAPANEMA		X
23	PETROBRAS	X	X
24	SABESP	X	
25	SADIA	X	X
26	SID NACIONAL	X	
27	SOUZA CRUZ	X	
28	TELEMAR	X	X
29	TELEMAR N L	X	X
30	TELESP	X	X
31	TIM PARTICIPAÇÕES	X	X
32	UNIPAR		X
33	VCP		X
34	VALE DO RIO DOCE	X	X
	TOTAL DE AÇÕES	24	24

QUADRO 7 - EMPRESAS E AÇÕES SELECIONADAS  
 FONTE: A autora (2009)

### 3.6.1 Definição das variáveis e das fontes dos dados

Esta pesquisa utiliza dados secundários, coletados no mês de agosto de 2008, junto à Base da Econômica Software de Apoio a Investidores LTDA, empresa especializada em informações do mercado de capitais. Foram coletados os demonstrativos contábeis trimestrais e a cotação diária (preço de fechamento) das ações das empresas selecionadas. O período de análise foi de 01/01/1998 a 31/03/2008, totalizando 41 trimestres.

As variáveis independentes são os indicadores contábil-financeiros, extraídos do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado do Exercício das empresas.

Os indicadores foram definidos com base no estudo realizado por Luchesa (2004), e são mostrados no Quadro 8, juntamente com suas respectivas fórmulas.

N.º	DENOMINAÇÃO DO INDICADOR	FÓRMULA
01	Liquidez imediata	$\frac{\text{Disponível}}{\text{Passivo Circulante}}$
02	Liquidez Seca	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques} - \text{Despesas Antecipadas}}{\text{Passivo Circulante}}$
03	Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$
04	Liquidez Geral	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$
05	Capital Circulante Líquido sobre Vendas	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Passivo Circulante}}{\text{Vendas}}$
06	Endividamento Geral	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}{\text{Ativo Total}}$
07	Rotação do Capital Próprio	$\frac{\text{Vendas}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
08	Imobilização do Capital Próprio	$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
09	Medida de Estabilidade	$\frac{\text{Imobilizado}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$
10	Margem Bruta	$\frac{\text{Vendas} - \text{Custo dos Produtos Vendidos}}{\text{Vendas}}$
11	Margem Operacional	$\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Vendas}}$
12	Margem Líquida	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas}}$

QUADRO 8 - INDICADORES SELECIONADOS

Continua

## Conclusão

13	Rentabilidade do Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Lucro}}{\text{Patrimônio}} \frac{\text{Líquido}}{\text{Líquido}}$
14	Rentabilidade do Ativo	$\frac{\text{Lucro}}{\text{Ativo}} \frac{\text{Líquido}}{\text{Total}}$
15	Giro do Ativo	$\frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo}} \frac{\text{Total}}{\text{Total}}$
16	Giro do Imobilizado	$\frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo}} \frac{\text{Permanente}}{\text{Permanente}}$

QUADRO 8 - INDICADORES SELECIONADOS

FONTE: Adaptado de Luchesa (2004)

A partir da pesquisa de Luchesa (2004) foram excluídos, para fins deste estudo, os indicadores que não se apresentaram comuns a todos os ramos de atividade das empresas. Os indicadores descartados foram: Custo da Dívida, Idade Média de Estocagem, Rotação de Estoques, Prazo Médio de Cobrança, bem como, os indicadores de Endividamento e Garantia de Capital de Terceiros por apresentarem correlação muito forte com o indicador de Endividamento Geral.

A variável dependente é o preço de fechamento diário das Ações Ordinárias ou Preferenciais, referido às seguintes datas: fechamento do trimestre; preços defasados em relação à data de publicação em 30 dias, 15 dias e 5 dias antes; data de publicação dos demonstrativos; 30 dias antes da publicação; 15 dias antes; 5 dias antes; data de publicação; 5 dias depois; 15 dias depois; 30 dias depois, totalizando 8 observações de preços para cada tipo de ação, em cada trimestre.

Todos os dados coletados são expressos em moeda ajustada pela inflação, de acordo com o Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) da Fundação Getulio Vargas.

### 3.7 ORGANIZAÇÃO E TRATAMENTO DOS DADOS

Para fins deste estudo, as empresas foram classificadas em dois grupos de acordo com o tipo de ações: Ordinárias e Preferenciais. Por consequência, as empresas que emitiram as duas espécies de ações foram classificadas nos dois grupos.

A análise estatística compreende três fases: introdutória, intermediária e conclusiva, cuja abrangência está disposta em Fluxograma, conforme Figura 2.

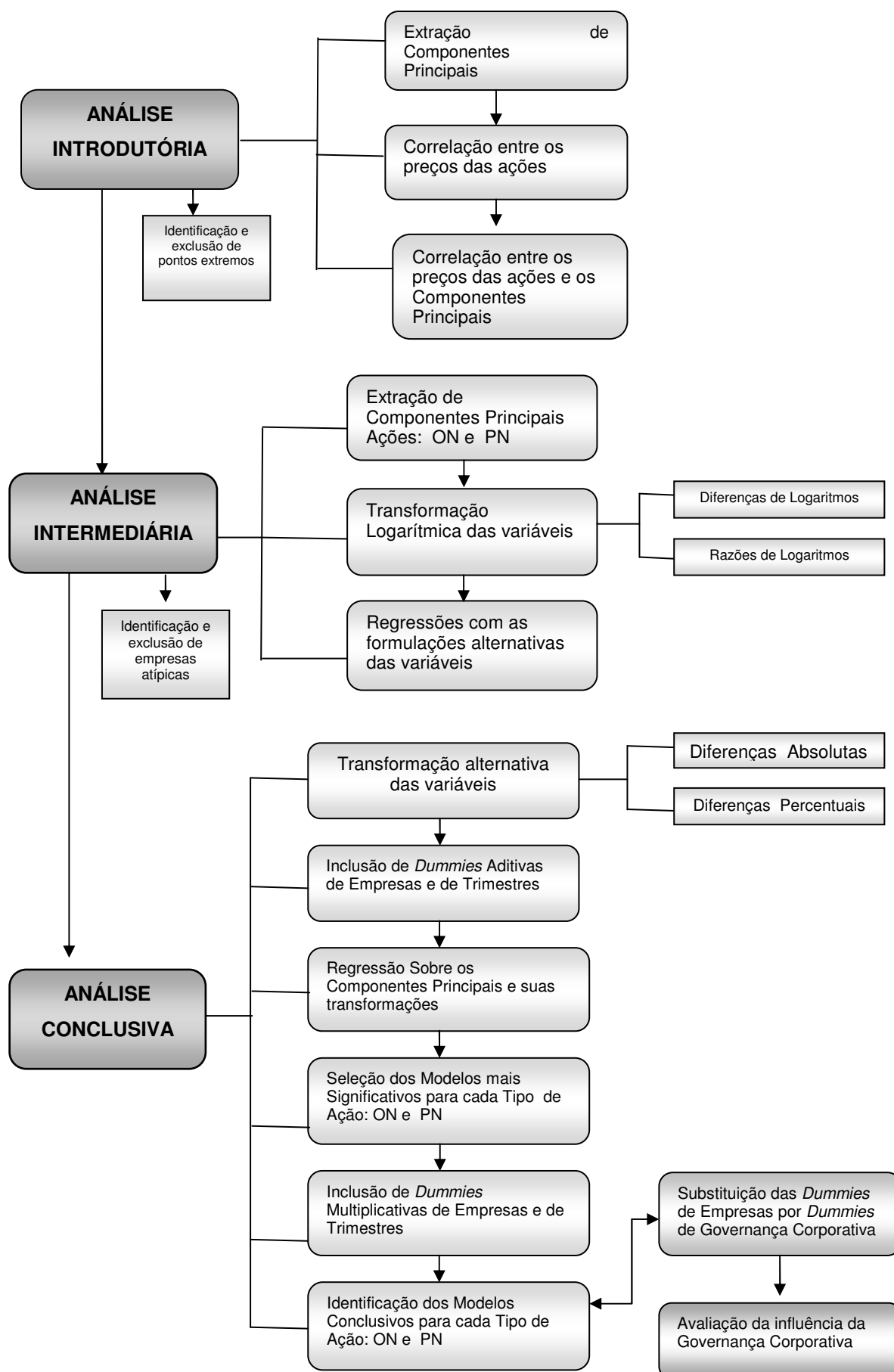


FIGURA 2 - FLUXOGRAMA DA ANÁLISE DOS DADOS  
 FONTE: A autora (2009)

Na análise dos dados, primeiramente, foram construídos os 16 indicadores contábeis das 34 empresas selecionadas, para os 41 trimestres considerados. Posteriormente, foram identificados os pontos extremos (*outliers*) e verificado se existiam coincidências em relação a estes, ou seja, se os pontos extremos se apresentavam em mais de um indicador da mesma empresa. Isso, de modo geral, foi confirmado. Na seqüência foi realizada uma depuração nos indicadores com a exclusão de valores atípicos, aproximadamente 5% do total.

A análise introdutória da relação entre os indicadores contábeis e os preços das ações consistiu em extrair, rotacionar e interpretar os componentes principais dos referidos indicadores para todas as empresas e realizar uma primeira avaliação da força e da natureza da mencionada relação.

Na análise intermediária, procurou-se aprofundar a análise em busca da relação entre os indicadores contábeis e os preços das ações e foi, também, efetuada a exclusão de empresas claramente atípicas. Os componentes principais foram extraídos para cada grupo de empresas, de acordo com o tipo de ação ON e PN. As variáveis de preços e as variáveis de indicadores contábeis e suas principais dimensões foram reconstruídas tomando como base os logaritmos naturais na forma de retorno absoluto e de retorno percentual.

Na terceira fase da análise dos dados, denominada de análise conclusiva, foi realizada a construção de novos modelos, cuja abrangência busca exaurir as possíveis formas de relação entre os preços das ações e os indicadores contábil-financeiros, neste estudo representados por seus componentes principais. Nesta fase, regressões foram realizadas com a inclusão de *dummies* aditivas e multiplicativas de empresas e de trimestres. Os modelos mais significativos para cada tipo de ação foram selecionados e a influência da Governança Corporativa foi testada por meio da substituição das *dummies* de empresas por *dummies* de Governança Corporativa, inseridas a partir da adesão das empresas aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA.

## 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Esta seção trata da apresentação e análise dos dados e os resultados alcançados. Os dados foram processados por meio do EXCEL e do *software* SPSS for Windows, versão 13.0.

### 4.2 ANÁLISE INTRODUTÓRIA

Nesta fase os componentes principais dos 16 indicadores contábil-financeiros são extraídos, rotacionados e interpretados. São realizadas correlações dos preços das ações nas diferentes datas, juntamente com correlações dos preços das ações e os componentes principais.

#### 4.1.1 Análise de Componentes Principais

Os Componentes Principais dos 16 indicadores contábeis considerados foram extraídos e rotacionados pelo Método VARIMAX, com Normalização Kaiser, conforme resultados mostrados na Tabela 1.

TABELA 1 - COMPONENTES PRINCIPAIS

INDICADORES	COMPONENTES				
	1	2	3	4	5
Liquidez Imediata	0,0181	0,8904	0,1292	-0,0630	-0,0090
Liquidez Seca	-0,0511	0,8188	0,3097	0,1316	-0,1447
Liquidez Corrente	-0,0195	0,8310	0,0102	-0,2334	0,2168
Liquidez Geral	0,2956	0,2227	0,7592	0,3830	-0,1330
CCL sobre Vendas	-0,0745	0,6216	0,1342	0,5069	-0,3280
Endividamento Geral	0,5486	-0,2307	-0,7176	-0,0500	-0,1081
Rotação do Pat. Líquido	0,7839	-0,1304	-0,3415	-0,1606	0,1774
Imobilização do Pat. Líquido	0,0362	-0,2519	-0,8503	-0,0125	-0,0827
Medida Estabilidade	-0,7662	-0,2818	-0,1866	-0,2450	0,1990
Margem Bruta	0,0110	-0,1722	0,5726	0,5737	-0,0658
Margem Operacional	-0,0722	-0,1607	0,1665	0,8252	0,0161
Margem Líquida	-0,3024	0,1646	0,0416	0,7555	0,3571
Rentabilidade Pat. Líquido	0,4235	-0,0770	-0,2064	0,1188	0,7665
Rentabilidade do Ativo	0,0432	0,0369	0,1476	0,0522	0,9411
Giro do Ativo	0,6845	-0,1266	0,0865	-0,4199	0,4077
Giro do Imobilizado	0,8401	-0,0538	0,0628	-0,2639	0,2967

FONTE: A autora (2009)

O Gráfico 1 mostra o *Scree Plot* que confirma a seleção dos 5 componentes principais apresentados na Tabela 1.

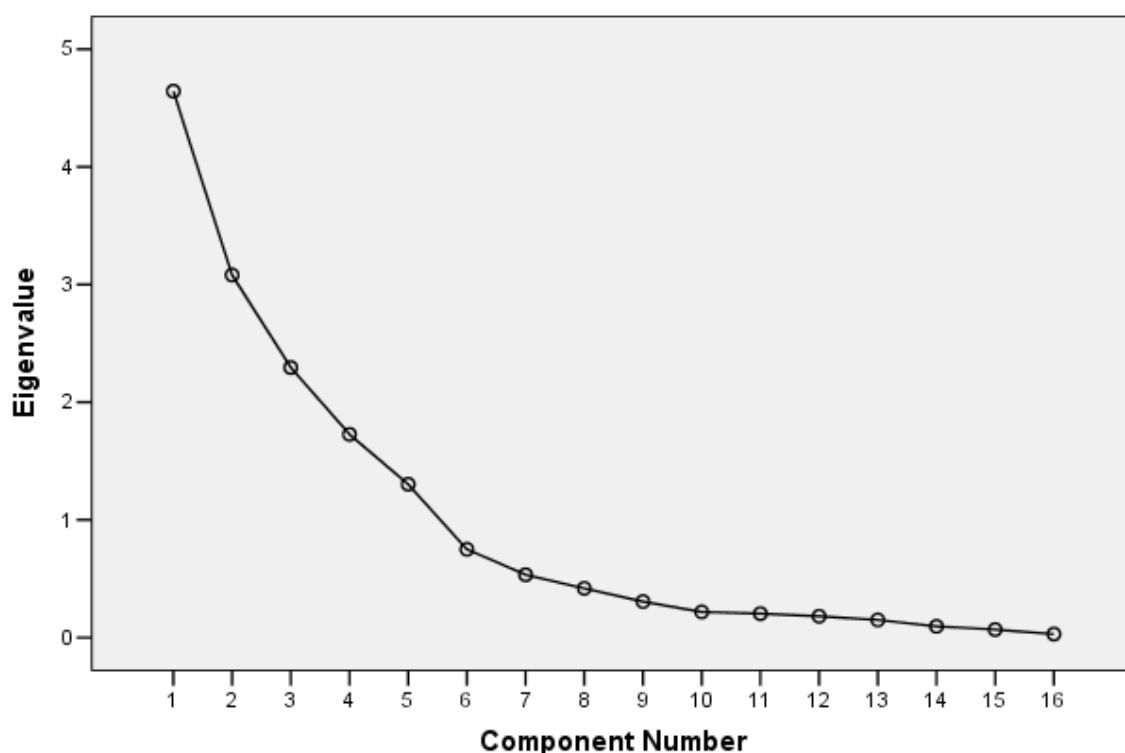


GRÁFICO 1 - SCRE PLOT – COMPONENTES PRINCIPAIS DOS INDICADORES CONTÁBEIS  
 FONTE: A autora (2009)

Os 5 componentes principais, de acordo com as variáveis mais significativas em suas composições, podem ser nomeados como:

- Componente 1 - Atividade
- Componente 2 - Liquidez Corrente
- Componente 3 - Liquidez Geral
- Componente 4 - Margem
- Componente 5 - Retorno

O total de variação explicada pelos 5 componentes principais alcança 81,54%, conforme a Tabela 2.

TABELA 2 - TOTAL DE VARIAÇÃO EXPLICADA

SOMA DOS QUADRADOS DOS COEFICIENTES DA ROTAÇÃO			
COMPONENTE	TOTAL	% DA VARIAÇÃO	% ACUMULADO
1 - ATIVIDADE	3,0524	19,0774	19,0774
2 - LIQUIDEZ CORRENTE	2,9116	18,1973	37,2747
3 - LIQUIDEZ GERAL	2,5295	15,8097	53,0844
4 - MARGEM	2,4115	15,0721	68,1565
5 - RETORNO	2,1425	13,3909	81,5474

FONTE: A autora (2009)



#### 4.2.2 Correlação entre preços das ações em diferentes datas

Em relação aos preços das ações, buscou-se inicialmente observar se apresentam padrão diferenciado de correlação ao longo do tempo. Uma queda do coeficiente de correlação em relação aos demais, especialmente com o preço da data imediatamente anterior, estaria a indicar impacto de eventos como fechamento de trimestre ou publicação. Os coeficientes de correlação entre os preços das ações em diferentes datas é apresentada na Tabela 3.

TABELA 3 - COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO ENTRE PREÇOS DAS AÇÕES ON

DATAS	Fecham.	Pub. 30 dias antes	Pub. 15 dias antes	Pub. 5 dias antes	Public.	Pub. 5 dias depois	Pub. 15 dias depois	Pub. 30 dias depois
Fechamento	1,000	0,990	0,986	0,982	0,979	0,977	0,973	0,963
Publ. 30 dias antes	0,990	1,000	0,994	0,990	0,986	0,982	0,978	0,965
Publ. 15 dias antes	0,986	0,994	1,000	0,996	0,993	0,989	0,984	0,971
Publ. 5 dias antes	0,982	0,990	0,996	1,000	0,998	0,995	0,989	0,977
Publicação	0,979	0,986	0,993	0,998	1,000	0,998	0,992	0,981
Publ. 5 dias depois	0,977	0,982	0,989	0,995	0,998	1,000	0,994	0,986
Publ. 15 dias depois	0,973	0,978	0,984	0,989	0,992	0,994	1,000	0,992
Publ. 30 dias depois	0,963	0,965	0,971	0,977	0,981	0,986	0,992	1,000

\* Nível de significância de 1%.

FONTE: A autora (2009)

Todos os preços das ações ON, nas diferentes datas, apresentam coeficiente de correlação, entre si, superior a 0,96. Esta constatação não indica, em princípio, impacto do fechamento do trimestre ou da publicação dos demonstrativos contábeis. Observa-se apenas o padrão esperado de decrescimento do coeficiente na medida do afastamento em relação à data de fechamento. A Tabela 4 mostra os coeficientes de correlação entre os preços das ações Preferenciais:

TABELA 4 - COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO ENTRE PREÇOS DAS AÇÕES PN\*

DATAS	Fecham.	Pub. 30 dias antes	Pub. 15 dias antes	Pub. 5 dias antes	Public.	Pub. 5 dias depois	Pub. 15 dias depois	Pub. 30 dias depois
Fechamento	1,000	0,992	0,988	0,982	0,980	0,977	0,971	0,965
Pub. 30 dias antes	0,992	1,000	0,995	0,990	0,986	0,983	0,975	0,970
Pub. 15 dias antes	0,988	0,995	1,000	0,996	0,993	0,990	0,984	0,977
Pub. 5 dias antes	0,982	0,990	0,996	1,000	0,998	0,995	0,989	0,983
Publicação	0,980	0,986	0,993	0,998	1,000	0,997	0,992	0,986
Pub. 5 dias depois	0,977	0,983	0,990	0,995	0,997	1,000	0,996	0,989
Pub. 15 dias depois	0,971	0,975	0,984	0,989	0,992	0,996	1,000	0,993
Pub. 30 dias depois	0,965	0,970	0,977	0,983	0,986	0,989	0,993	1,000

\* Nível de significância de 1%.

FONTE: A autora (2009)

No que se refere às ações PN, observa-se resultado muito semelhante: padrão de decréscimo do coeficiente de correlação com o afastamento da data de fechamento e ausência de variação abrupta, sem sinal de impacto dos eventos de fechamento de trimestre e de publicação dos demonstrativos contábeis.

Neste estágio, além de as empresas serem classificadas de acordo com as ações Ordinárias e Preferenciais, também foram classificadas conforme os Níveis de Governança Corporativa. Todos os resultados obtidos para os subgrupos distinguidos conforme o Nível de Governança apresentaram altíssimo grau de correlação entre os preços nas datas selecionadas, repetindo-se o padrão já observado para os grupos. Estes resultados, portanto, reforçam a indicação de que os eventos de fechamento de trimestre e de publicação das demonstrações financeiras não representam ruptura perceptível nas séries de preços das ações ON e PN.

#### 4.2.3 Correlação de Pearson entre preços das ações e componentes principais

Um primeiro exame das Correlações de Pearson entre os preços das ações e os componentes principais representativos dos indicadores contábeis para as ações ON é mostrado na Tabela 5 e no Gráfico 2.

TABELA 5 - CORRELAÇÃO ENTRE COMPONENTES E PREÇOS DAS AÇÕES ON\*

COMPONENTES	PREÇOS							
	Fecham.	Pub. 30 dias antes	Pub. 15 dias antes	Pub. 5 dias antes	Public.	Pub. 5 dias depois	Pub. 15 dias depois	Pub. 30 dias depois
Atividade	-0,0151	-0,0158	-0,0173	-0,0096	-0,0031	0,0032	0,0004	0,0087
Liquidez Corrente	0,1770	0,1706	0,1739	0,1847	0,1947	0,1987	0,2008	0,2123
Liquidez Geral	0,1292	0,1222	0,1157	0,1205	0,1234	0,1276	0,1287	0,1336
Margem	-0,0408	-0,0391	-0,0437	-0,0447	-0,0479	-0,0443	-0,0438	-0,0440
Retorno	-0,0165	-0,0131	-0,0181	-0,0165	-0,0138	-0,0108	-0,0079	-0,0025

\* Nível de significância de 1%.

FONTE: A autora (2009)

Como se observa, as maiores correlações para o grupo de empresas com ações Ordinárias são obtidas para os preços na data de 30 dias após o fechamento do trimestre e o Componente Liquidez Corrente, seguido do Componente Liquidez Geral.

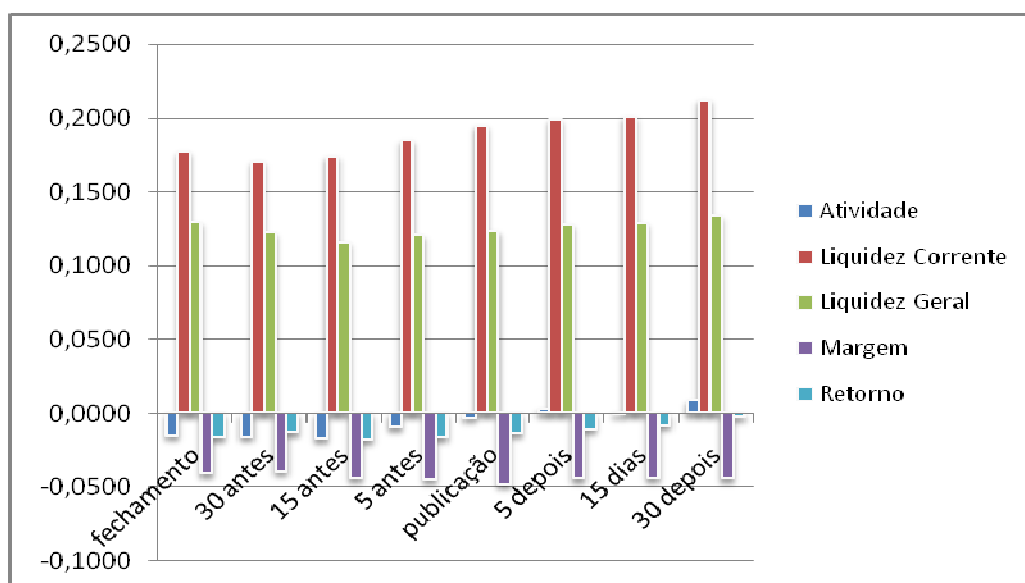


GRÁFICO 2 - CORRELAÇÃO ENTRE COMPONENTES PRINCIPAIS E PREÇOS DAS AÇÕES ON  
 FONTE: A autora (2009)

Pode-se observar, conforme dados do Gráfico 2, um padrão de crescimento das correlações entre os componentes principais e os preços das ações desde 30 dias antes da publicação até 30 dias após.

A Tabela 6 apresenta as correlações dos preços das ações e os componentes principais representativos dos indicadores contábeis para as ações PN.

TABELA 6 - CORRELAÇÃO ENTRE COMPONENTES E PREÇOS DAS AÇÕES PN\*

COMPONENTES	PREÇOS							
	Fecham.	Pub. 30 dias antes	Pub. 15 dias antes	Pub. 5 dias antes	Public.	Pub. 5 dias depois	Pub. 15 dias depois	Pub. 30 dias depois
Atividade	0,2119	0,2215	0,2189	0,2253	0,2244	0,2318	0,2338	0,2351
Liquidez Corrente	0,1318	0,1345	0,1363	0,1404	0,1441	0,1486	0,1501	0,1541
Liquidez Geral	0,0959	0,0934	0,0875	0,0853	0,0882	0,0865	0,0900	0,0847
Margem	-0,1201	-0,1174	-0,1154	-0,1147	-0,1159	-0,1139	-0,1184	-0,1187
Retorno	-0,0545	-0,0573	-0,0519	-0,0504	-0,0482	-0,0462	-0,0394	-0,0370

\* Nível de significância a 1%.

FONTE: A autora (2009)

Diferentemente do observado para as ações ON, para as ações PN o maior coeficiente de correlação se refere ao Componente Atividade. Os Componentes de Liquidez Corrente e de Liquidez Geral aparecem na segunda e

na terceira posições, respectivamente. Também se observa diferença no que diz respeito ao padrão de crescimento dos coeficientes de correlação que, neste caso, apresentam tendência mais clara, conforme mostra o Gráfico 3.

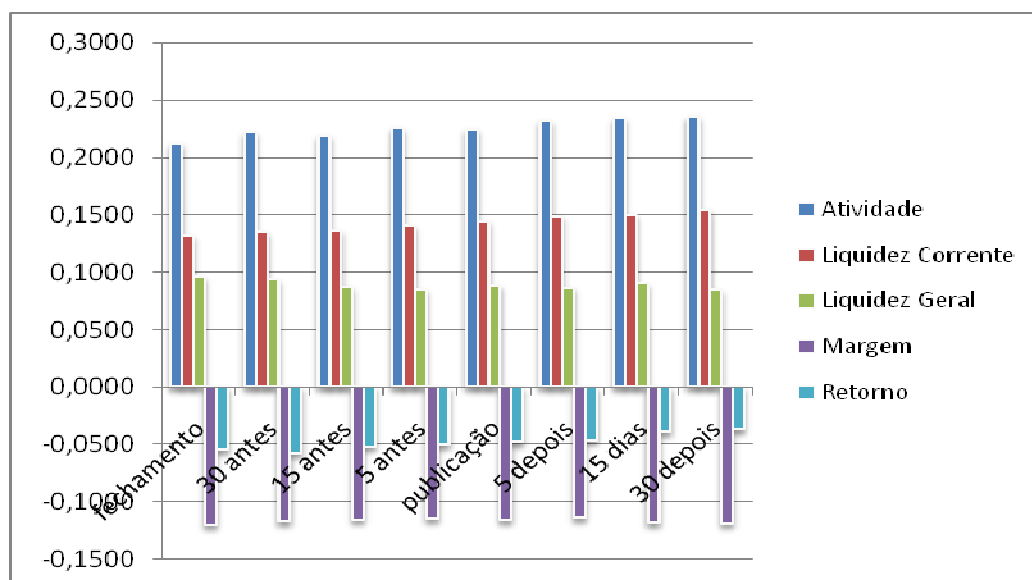


GRÁFICO 3 – CORRELAÇÃO ENTRE COMPONENTES PRINCIPAIS E PREÇOS DAS AÇÕES PN.  
FONTE: A autora (2009)

### 4.3 ANÁLISE INTERMEDIÁRIA

Nesta fase, a análise em busca da relação entre os indicadores contábeis e os preços das ações foi aprofundada, com a exclusão de empresas atípicas, extração de componentes principais para cada grupo de empresas e reconstrução por meio de logaritmos naturais, tanto das variáveis de preços das ações como das variáveis de indicadores contábeis e suas principais dimensões.

#### 4.3.1 Exclusão de empresas atípicas – componentes principais

Buscando harmonizar os dados tanto das Ações ON como das Ações PN, nova depuração foi realizada, efetuando-se a exclusão de empresas totalmente atípicas quanto aos componentes principais representativos dos indicadores contábeis. A estrutura de componentes principais de cada empresa foi comparada

com a estrutura obtida para o grupo de empresas, e, então, foram excluídas as empresas totalmente atípicas, de forma iterativa: a cada exclusão, novos componentes eram estimados para o grupo remanescente e novas comparações eram realizadas. Como resultado, foram excluídas as ações Ordinárias das empresas Klabin e Light, e as ações Preferenciais das empresas Parapanema, Sadia e Gerdau.

Na seqüência, novos componentes principais foram obtidos para os dois grupos de ações, efetuando-se rotação VARIMAX com Normalização Kaiser. Os resultados constam nas Tabelas 7 a 10 e nos Gráficos 4 e 5.

TABELA 7 - COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES ON

INDICADORES	COMPONENTES				
	1	2	3	4	5
Liquidez Imediata	-0,0538	0,5095	0,4202	-0,3827	0,4002
Liquidez Seca	-0,2479	0,6018	0,3071	-0,0240	0,5428
Liquidez Corrente	0,1442	0,1919	0,2221	-0,4074	0,7423
Liquidez Geral	-0,0310	0,8937	0,1134	0,1875	0,0829
CCL sobre Vendas	0,1216	0,0191	-0,1857	0,0930	0,8138
Endividamento Geral	0,2132	-0,2324	-0,8312	-0,1620	0,0306
Rotação do Pat. Líquido	0,6759	0,0852	-0,3779	-0,4186	0,0643
Imobilização do Pat. Líq.	-0,0869	-0,8448	-0,0153	-0,0619	0,0169
Medida Estabilidade	-0,1433	-0,7241	0,5004	0,0278	-0,1811
Margem Bruta	0,1633	-0,0945	0,7363	0,1855	0,0576
Margem Operacional	-0,0956	0,1228	0,2324	0,8041	-0,1051
Margem Líquida	0,0145	0,0978	0,1395	0,8882	0,0024
Rentabilidade Pat. Líquido	0,8512	-0,1290	-0,1107	0,1938	0,0640
Rentabilidade do Ativo	0,8054	-0,0919	0,3917	0,2274	0,0455
Giro do Ativo	0,7451	0,0716	0,1862	-0,4171	0,1389
Giro do Imobilizado	0,7288	0,3476	-0,3065	-0,2241	-0,0351

FONTE: A autora (2009)

Os componentes principais das empresas com ações ordinárias, de acordo com as variáveis mais significativas, foram nomeados da seguinte forma:

- Componente 1 - Atividade
- Componente 2 - Liquidez Geral
- Componente 3 - Saúde Financeira
- Componente 4 - Margem
- Componente 5 - Liquidez Corrente.

O Gráfico 4 mostra o *Scree Plot* que confirma a existência de 5 componentes principais relevantes para o grupo de ações Ordinárias.

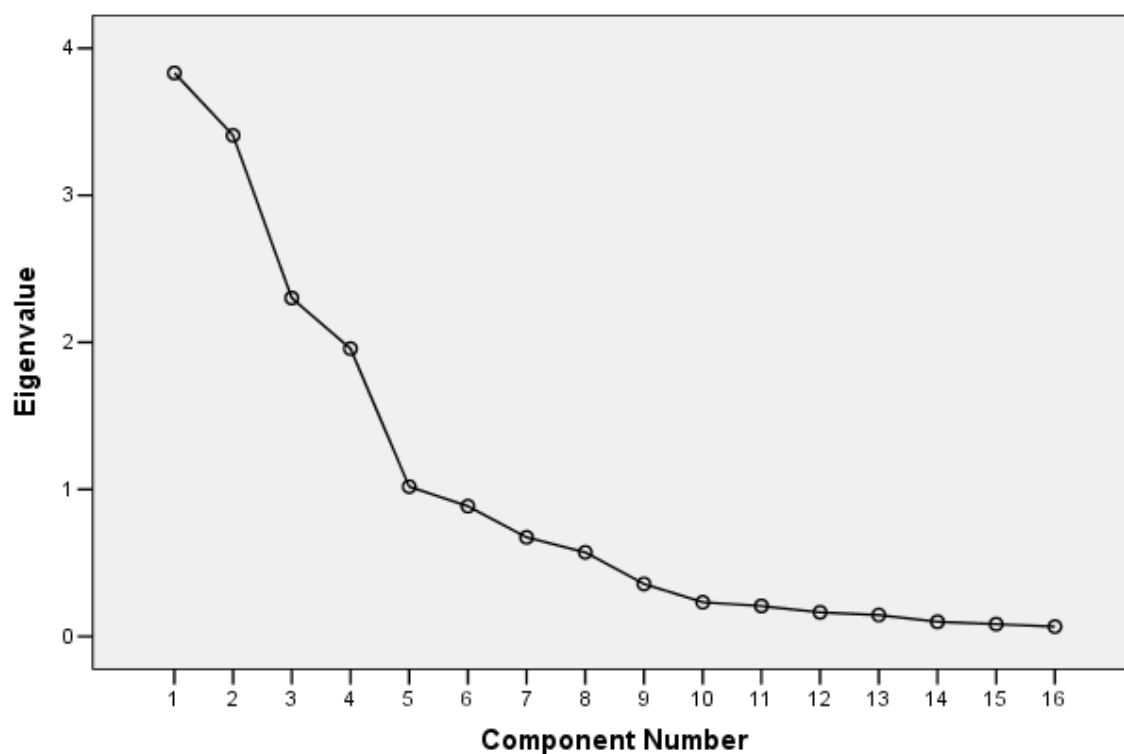


GRÁFICO 4 – SCREE PLOT - COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES ON  
FONTE: A autora (2009)

O total de variação captada pelos 5 componentes principais extraídos para o grupo de empresas com ações ON é 78,31%, conforme a Tabela 8.

TABELA 8 - TOTAL DE VARIAÇÃO EXPLICADA - AÇÕES ON

SOMA DOS QUADRADOS DOS COEFICIENTES DA ROTAÇÃO			
COMPONENTE	TOTAL	% DA VARIAÇÃO	% ACUMULADO
1 - ATIVIDADE	3,1268	19,5425	19,5425
2 - LIQUIDEZ GERAL	2,9415	18,3843	37,9268
3 - SAÚDE FINANCEIRA	2,3616	14,7598	52,6866
4 - MARGEM	2,3461	14,6630	67,3497
5- LIQUIDEZ CORRENTE	1,7541	10,9631	78,3128

FONTE: A autora (2009)

Os componentes principais extraídos para o grupo de empresas com ações preferenciais são mostrados na Tabela 9.

TABELA 9 - COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES PN

INDICADORES	COMPONENTES				
	1	2	3	4	5
Liquidez Imediata	0,0013	0,3452	0,7704	-0,0931	0,1739
Liquidez Seca	-0,1063	0,5981	0,6598	0,0019	0,0303
Liquidez Corrente	0,1366	0,0968	0,8614	0,0115	0,1602
Liquidez Geral	-0,0746	0,9155	0,1226	0,0327	0,1083
CCL sobre Vendas	-0,0678	0,0539	0,7012	0,1386	-0,2486
Endividamento Geral	0,4464	-0,3022	-0,2875	0,1727	-0,5973
Rotação do Pat. Líquido	0,9119	-0,1106	-0,0741	0,0406	-0,1802
Imobilização do Pat. Líq.	0,0928	-0,7322	-0,2491	0,0949	-0,3642
Medida Estabilidade	-0,1920	-0,8036	-0,1845	-0,1510	0,2576
Margem Bruta	0,0549	0,0602	-0,0875	0,1342	0,7406
Margem Operacional	-0,2901	0,3877	-0,3881	0,5573	0,2264
Margem Líquida	-0,4441	0,2058	0,1217	0,7154	0,0811
Rentabilidade Pat. Líquido	0,5365	-0,1396	0,0145	0,6695	-0,0657
Rentabilidade do Ativo	0,2471	-0,2402	0,2226	0,4947	0,4884
Giro do Ativo	0,9001	-0,0317	0,0535	-0,0957	0,1849
Giro do Imobilizado	0,9454	0,1752	0,0928	-0,0419	0,0321

FONTE: A autora (2009)

Os componentes principais extraídos para as empresas com ações PN podem ser assim denominados:

- Componente 1 - Atividade
- Componente 2 - Liquidez Geral
- Componente 3 - Liquidez Corrente
- Componente 4 - Margem
- Componente 5 - Saúde Financeira

O Componente 3 para o grupo de empresas com ações ON e o componente 5 para o grupo de empresas com ações PN foram denominados Saúde Financeira devido às suas relações com as duas variáveis mais expressivas na sua composição: Margem Bruta e Endividamento. A Margem Bruta é positivamente relacionada, enquanto o Endividamento é negativamente relacionado.

O Gráfico 5 mostra o *Scree Plot* que confirma a existência de 5 componentes principais relevantes para o grupo de ações Preferenciais.

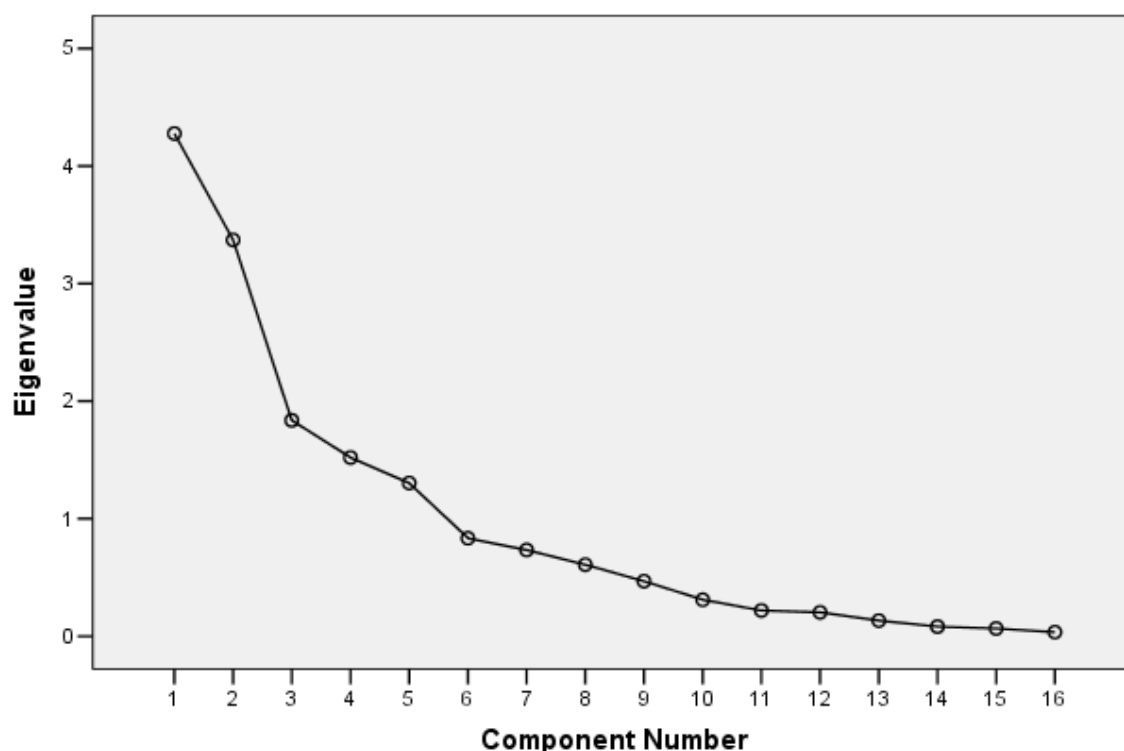


GRÁFICO 5 – SCREE PLOT - COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES PN  
 FONTE: A autora (2009)

O total de variação representada pelos 5 componentes extraídos para o grupo de empresas com ações PN atinge 76,92%, como é mostrado na Tabela 10.

TABELA 10 - TOTAL DE VARIAÇÃO EXPLICADA - AÇÕES PN

SOMA DOS QUADRADOS DOS COEFICIENTES DA ROTAÇÃO			
COMPONENTE	TOTAL	% DA VARIAÇÃO	% ACUMULADO
1- ATIVIDADE	3,4538	21,5862	21,5862
2- LIQUIDEZ GERAL	2,9178	18,2363	39,8225
3- LIQUIDEZ CORRENTE	2,6962	16,8512	56,6737
4- MARGEM	1,6367	10,2292	66,9029
5- SAÚDE FINANCEIRA	1,6030	10,0189	76,9218

FONTE: A autora (2009)

#### 4.3.2 Substituição dos indicadores contábeis por seus componentes principais

Deste ponto em diante, passa-se a considerar a possibilidade de os indicadores contábeis originais serem substituídos pelos seus componentes principais, porque os indicadores originais apresentam forte multicolinearidade, comprovada pelos níveis de tolerância e pelos fatores de inflação da variância. As matrizes de correlação dos indicadores originais são mostradas nas Tabelas 11 e 12, respectivamente.



TABELA 11 - COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO ENTRE INDICADORES CONTÁBEIS - AÇÕES ON. (N = 770, P=1%)

Indicadores	Liq. Imed.	Liq. Seca	Liq. Corr.	Liq. Geral	CCL s/ Vendas	End. Geral	Rot. Pat. Líq.	Imob. Pat. Líq.	Med. Es. tab.	Marg. Bruta	Marg. Oper.	Marg. Líquida	Ret. Pat. Líq.	Ret. do Ativo	Giro Ativo	Giro Imob.
Liq. Imediata	1,00	<b>0,72</b>	<b>0,66</b>	0,39	0,21	-0,27	0,07	-0,19	-0,28	0,08	-0,10	-0,12	-0,12	0,00	0,23	0,09
Liq. Seca	<b>0,72</b>	1,00	<b>0,60</b>	<b>0,62</b>	0,24	-0,37	-0,14	-0,29	-0,35	0,04	0,10	0,09	-0,19	-0,10	0,01	-0,04
Liq. Corrent.	<b>0,66</b>	<b>0,60</b>	1,00	0,13	0,39	-0,09	0,10	-0,21	-0,26	0,10	-0,31	-0,21	0,06	0,14	0,36	0,20
Liq. Geral	0,39	<b>0,62</b>	0,13	1,00	0,09	-0,37	-0,07	<b>-0,51</b>	<b>-0,53</b>	0,01	0,25	0,24	-0,07	-0,01	0,04	0,15
CCL s/ Vendas	0,21	0,24	0,39	0,09	1,00	0,05	0,08	-0,06	-0,16	-0,05	-0,14	-0,03	0,08	0,08	0,12	0,10
End. Geral	-0,27	-0,37	-0,09	-0,37	0,05	1,00	0,47	0,34	-0,29	-0,47	-0,32	-0,28	0,30	-0,18	0,00	0,39
Rot. Pat. Líq.	0,07	-0,14	0,10	-0,07	0,08	0,47	1,00	0,35	-0,23	-0,27	-0,28	-0,28	0,38	0,11	<b>0,65</b>	<b>0,66</b>
Imob. Pat. Líq.	-0,19	-0,29	-0,21	<b>-0,51</b>	-0,06	0,34	0,35	1,00	0,44	-0,12	-0,08	-0,11	-0,02	-0,08	-0,03	-0,22
Med. Estab.	-0,28	-0,35	-0,26	<b>-0,53</b>	-0,16	-0,29	-0,23	0,44	1,00	0,27	0,05	0,04	-0,09	0,12	-0,07	-0,55
Marg. Bruta	0,08	0,04	0,10	0,01	-0,05	-0,47	-0,27	-0,12	0,27	1,00	0,33	0,17	0,08	0,37	0,08	-0,20
Marg. Oper.	-0,10	0,10	-0,31	0,25	-0,14	-0,32	-0,28	-0,08	0,05	0,33	1,00	0,76	-0,03	0,08	-0,26	-0,28
Marg. Líquida	-0,12	0,09	-0,21	0,24	-0,03	-0,28	-0,28	-0,11	0,04	0,17	<b>0,76</b>	1,00	0,13	0,25	-0,26	-0,25
Ret. Pat. Líq.	-0,12	-0,19	0,06	-0,07	0,08	0,30	0,38	-0,02	-0,09	0,08	-0,03	0,13	1,00	<b>0,75</b>	0,44	0,41
Ret. do Ativo	0,00	-0,10	0,14	-0,01	0,08	-0,18	0,11	-0,08	0,12	0,37	0,08	0,25	<b>0,75</b>	1,00	<b>0,52</b>	0,17
Giro Ativo	0,23	0,01	0,36	0,04	0,12	0,00	<b>0,65</b>	-0,03	-0,07	0,08	-0,26	-0,26	0,44	<b>0,52</b>	1,00	<b>0,58</b>
Giro Imob.	0,09	-0,04	0,20	0,15	0,10	0,39	<b>0,66</b>	-0,22	-0,55	-0,20	-0,28	-0,25	0,41	0,17	<b>0,58</b>	1,00

FONTE: A autora (2009)

Para os indicadores contábil-financeiros do grupo de empresas com ações ordinárias, encontraram-se as maiores correlações para os indicadores de Liquidez, Margem Operacional e Margem Líquida, juntamente com os indicadores de Rentabilidade do Ativo e Rentabilidade do Patrimônio Líquido.

As correlações entre os indicadores contábil-financeiros do grupo de empresas com ações Preferenciais, são mostradas na Tabela 12.

TABELA 12 - COEFICIENTES DE CORRELAÇÃO ENTRE INDICADORES CONTÁBEIS - AÇÕES PN. (N = 735, P=1%)

Indicadores	Liq. Imed.	Liq. Seca	Liq. Corr.	Liq. Geral	CCL s/ Vendas	End. Geral	Rot. Pat. Líq.	Imob. Pat. Líq.	Med. Es. tab.	Marg. Bruta	Marg. Oper.	Marg. Líquida	Ret. Pat. Líq.	Ret. do Ativo	Giro Ativo	Giro Imob.
Liq. Imediata	1,00	<b>0,76</b>	<b>0,72</b>	0,40	0,31	-0,38	-0,13	-0,36	-0,31	0,05	-0,10	0,19	-0,12	0,07	-0,01	0,05
Liq. Seca	<b>0,76</b>	1,00	<b>0,64</b>	<b>0,64</b>	0,34	-0,45	-0,22	-0,45	-0,49	-0,01	0,04	0,27	-0,12	0,03	-0,12	-0,02
Liq. Corrent.	<b>0,72</b>	<b>0,64</b>	1,00	0,18	0,40	-0,21	-0,02	-0,30	-0,25	0,11	-0,25	0,12	0,07	0,17	0,13	0,19
Liq. Geral	0,40	<b>0,64</b>	0,18	1,00	0,13	-0,43	-0,16	<b>-0,64</b>	<b>-0,65</b>	0,09	0,32	0,25	-0,14	-0,08	-0,07	0,07
CCL s/ Vendas	0,31	0,34	0,40	0,13	1,00	-0,08	0,07	-0,09	-0,22	-0,14	-0,14	0,12	0,00	0,00	0,04	0,07
End. Geral	-0,38	-0,45	-0,21	-0,43	-0,08	1,00	0,52	<b>0,56</b>	-0,08	-0,21	-0,19	-0,32	0,40	-0,11	0,17	0,32
Rot. Pat. Líq.	-0,13	-0,22	-0,02	-0,16	0,07	0,52	1,00	0,29	-0,08	-0,15	-0,24	-0,35	0,48	0,14	<b>0,86</b>	<b>0,86</b>
Imob. Pat. Líq.	-0,36	-0,45	-0,30	<b>-0,64</b>	-0,09	<b>0,56</b>	0,29	1,00	0,48	-0,18	-0,12	-0,18	0,11	-0,05	0,05	-0,07
Med. Estab.	-0,31	-0,49	-0,25	<b>-0,65</b>	-0,22	-0,08	-0,08	0,48	1,00	0,02	-0,13	-0,08	-0,10	0,06	-0,04	-0,32
Marg. Bruta	0,05	-0,01	0,11	0,09	-0,14	-0,21	-0,15	-0,18	0,02	1,00	0,32	0,05	0,06	0,24	0,02	-0,03
Marg. Oper.	-0,10	0,04	-0,25	0,32	-0,14	-0,19	-0,24	-0,12	-0,13	0,32	1,00	<b>0,55</b>	0,02	0,03	-0,24	-0,25
Marg. Líquida	0,19	0,27	0,12	0,25	0,12	-0,32	-0,35	-0,18	-0,08	0,05	0,55	1,00	0,13	0,18	-0,34	-0,32
Ret. Pat. Líq.	-0,12	-0,12	0,07	-0,14	0,00	0,40	0,48	0,11	-0,10	0,06	0,02	0,13	1,00	0,43	0,37	0,44
Ret. do Ativo	0,07	0,03	0,17	-0,08	0,00	-0,11	0,14	-0,05	0,06	0,24	0,03	0,18	0,43	1,00	0,26	0,18
Giro Ativo	-0,01	-0,12	0,13	-0,07	0,04	0,17	<b>0,86</b>	0,05	-0,04	0,02	-0,24	-0,34	0,37	0,26	1,00	<b>0,89</b>
Giro Imob.	0,05	-0,02	0,19	0,07	0,07	0,32	<b>0,86</b>	-0,07	-0,32	-0,03	-0,25	-0,32	0,44	0,18	<b>0,89</b>	1,00

FONTE: A autora (2009)

Como se observa, as maiores correlações dos indicadores das empresas com ações preferenciais, também são obtidos para os indicadores de Liquidez, além dos indicadores Giro do Ativo, Giro do Imobilizado e a Rotação do Patrimônio Líquido.

### 4.3.3 Transformação logarítmica das variáveis

Na fase introdutória deste estudo, observou-se que o preço referido à data de 30 dias após a publicação das demonstrações financeiras apresentou os coeficientes de correlação mais elevados com os componentes principais representativos das variáveis contábeis. Diante disso, tomou-se, como uma possibilidade, o logaritmo natural desse preço como variável dependente, efetuando-se regressões sobre os componentes principais. Os resultados dessas regressões, entretanto, não se mostraram minimamente satisfatórios, além de apresentarem forte autocorrelação dos resíduos.

Em seguida, foram realizadas Regressões pelo Método *Stepwise* com a seguinte transformação do Preço de 30 dias após a publicação como a variável dependente: DIFERENÇA do Logaritmo de Preço;

Os componentes principais, considerados como variáveis independentes, também foram transformados, como segue:

- 1- DIFERENÇAS dos componentes principais para cada trimestre;
- 2- RAZÕES entre valores sucessivos dos componentes principais.

A Tabela 13 mostra a Regressão da variável Diferença do Logaritmo de Preço sobre a variável Diferença dos Componentes Principais para o grupo de ações ON.

TABELA 13 - REGRESSÃO DO PREÇO DE 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO SOBRE AS DIFERENÇAS PRIMEIRAS DOS COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES ON

Modelo	COMPONENTES	Beta Padronizado	T	Sig.	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
1	DIF_COMP_ATIVIDADE	0,1795	4,6299	0,0000	0,0307	0,2235	2,0984

FONTE: A autora (2009)

Como se observa, os resultados são pífios: o poder explicativo das variáveis Diferença dos Componentes Principais foi de 0,031%.

Na Tabela 14 é apresentada a Regressão da variável Diferença do Logaritmo de Preço sobre as Razões entre os valores sucessivos dos Componentes Principais.

TABELA 14 - REGRESSÃO DO PREÇO DE 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO SOBRE AS RAZÕES ENTRE OS VALORES SUCESSIVOS DOS COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES ON

Modelo	COMPONENTES	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
1	QUOCIENTE_COMP_LIQ GERAL	0,1716	3,6872	0,0003	0,0273	0,3694	2,0346

FONTE: A autora (2009)

Assim como os resultados para variável Diferença dos Componentes Principais, o poder explicativo da variável Razão entre valores sucessivos dos Componentes Principais, de 0,027%, é irrelevante.

O resultado da Regressão da variável Diferença do Logaritmo de Preço sobre a variável Diferenças de Componentes Principais para o grupo de ações PN é mostrado na Tabela 15.

TABELA 15 - REGRESSÃO DA DIFERENÇA DO LOGARITMO DO PREÇO SOBRE AS DIFERENÇAS DOS COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES PN

Modelo	COMPONENTES	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
1	DIF_COMP_MARGEM	0,1011	2,2166	0,0271	0,0081	0,3691	2,0817

FONTE: A autora (2009)

Como se observa, as variáveis independentes oferecidas para a regressão não apresentam capacidade de explicação da variação Diferença de Logaritmos de Componentes Principais.

A Tabela 16 apresenta a regressão da variável Diferença do Logaritmo de Preço sobre as variáveis que representam as Razões entre os valores sucessivos dos Componentes Principais, para o grupo de empresas com ações PN.

TABELA 16 - REGRESSÃO DA DIFERENÇA DO LOGARITMO DO PREÇO SOBRE AS RAZÕES ENTRE VALORES SUCESSIVOS DOS COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES PN

Modelo	COMPONENTES	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
1	QUOCIENTE_COMP_LIQ GERAL	0,1305	3,2017	0,0014	0,0154	0,2273	2,0679

FONTE: A autora (2009)

Os resultados das regressões para as ações PN corroboram os resultados obtidos para as ações ON. Em conjunto, as variáveis independentes oferecidas para regressão não se mostraram capazes de explicar mais de 3% da variação observada na DIFERENÇA ENTRE LOGARÍTMOS DE PREÇOS, tanto para as ações ON como para as PN.

Contudo, os resultados indicaram que seria conveniente continuar avaliando modelos baseados na DIFERENÇA ENTRE LOGARÍTMOS DE PREÇOS (30 dias após a publicação) como variável dependente, entre outros motivos, devido à ausência de autocorrelação residual.

#### 4.3.4 Regressões com formulações alternativas para os preços das ações e para os componentes principais.

As Regressões da variável DIFERENÇA DOS LOGARÍTMOS DOS PREÇOS DAS AÇÕES foram experimentadas, alternativamente, sobre duas formulações dos componentes principais representativos dos indicadores contábeis:

- a) DIFERENÇAS DOS LOGARÍTMOS dos componentes principais para cada trimestre;
- b) RAZÕES DOS LOGARITMOS entre valores sucessivos dos componentes principais;

Os resultados obtidos para as empresas com ações ON são mostrados nas Tabelas 17 e 18, respectivamente.

TABELA 17 – REGRESSÃO DA DIFERENÇA DOS LOGARÍTMOS DOS PREÇOS DAS AÇÕES SOBRE AS DIFERENÇAS DOS LOGARITMOS DOS COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES ON\*

Modelo	COMPONENTES	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
1	LOG_DIF COMP SAÚDE FINANCEIRA	0,1014	3,5380	0,0004	0,0095	0,1599	2,0301

FONTE: A autora (2009)

\* Preço referido a 30 dias após a publicação dos demonstrativos financeiros.

A formulação alternativa: Diferença dos Logaritmos dos Componentes Principais apresenta capacidade explicativa de apenas 1% dos Logaritmos dos Preços das Ações.

TABELA 18 - REGRESSÃO DA DIFERENÇA DOS LOGARÍTIMOS DOS PREÇOS DAS AÇÕES SOBRE AS RAZÕES DOS LOGARITMOS DOS COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES ON\*

Modelo	COMPONENTES	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
LOG_RAZÕES COMP							
1	LIQUÍDEZ GERAL	0,1305	3,2006	0,0014	0,0154	0,2270	2,0730

FONTE: A autora (2009)

\* Preço referido a 30 dias após a publicação dos demonstrativos financeiros.

Os resultados das regressões para as empresas com ações ON, mostram que nenhuma das variáveis independentes incluídas na regressão apresenta poder explicativo para a DIFERENÇA ENTRE LOGARÍTMOS DOS PREÇOS de 30 dias após a publicação dos demonstrativos financeiros.

Os resultados obtidos para as empresas com ações PN são mostrados nas Tabelas 19 e 20.

TABELA 19 - REGRESSÃO DA DIFERENÇA DOS LOGARÍTIMOS DOS PREÇOS DAS AÇÕES SOBRE AS DIFERENÇAS DOS LOGARITMOS DOS COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES PN\*

Modelo	COMPONENTES	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
LOG_DIF COMP							
1	MARGEM	-0,6265	-2,4115	0,0392	0,3250	0,1714	2,5816

FONTE: A autora (2009)

\* Preço referido a 30 dias após a publicação dos demonstrativos financeiros.

Conforme se observa, os resultados das regressões para as ações preferenciais apresentam capacidade explicativa mais elevada. A variável que representa a Diferença dos Logaritmos dos Componentes Principais conseguiu abarcar 32% das variações dos Logaritmos dos Preços das ações de 30 dias após a publicação dos demonstrativos contábeis.

TABELA 20 - REGRESSÃO DA DIFERENÇA DOS LOGARÍTIMOS DOS PREÇOS DAS AÇÕES SOBRE AS RAZÕES DOS LOGARITMOS DOS COMPONENTES PRINCIPAIS - AÇÕES PN\*

Modelo	COMPONENTES	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
LOG_RAZÕES COMP							
1	ATIVIDADE	0,6030	2,2677	0,0496	0,2929	0,1679	1,9756

FONTE: A autora (2009)

\* Preço referido a 30 dias após a publicação dos demonstrativos financeiros.

O coeficiente de determinação de 0,29, obtido para as Razões dos Logaritmos dos Componentes Principais, corrobora os resultados anteriores das empresas com ações PN e cabe destacar, ainda, que estes modelos não apresentam autocorrelação residual. Entretanto, os mesmos modelos apresentaram resultados completamente medíocres para as empresas com ações ON. Isso constitui indicação de que é conveniente pesquisar a relação entre indicadores contábeis e preços de forma abrangente, experimentando virtualmente todas as formulações possíveis.

#### 4.4 ANÁLISE CONCLUSIVA: MODELOS EXPERIMENTAIS ABRANGENTES

Diante dos resultados francamente desanimadores obtidos até este ponto, passou-se a admitir modelos de grande abrangência com os quais foram desenvolvidos experimentos que virtualmente exaurem todas as possibilidades de relação entre as informações contábeis e os preços das ações. Os referidos modelos abrangentes foram especificados como segue:

##### 4.4.1 Variáveis Dependentes

Foram selecionadas três datas de referência para os preços das ações:

- PREÇO DE FECHAMENTO DO TRIMESTRE;
- PREÇO DE 5 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO;
- PREÇO DE 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO.

A seleção das datas de fechamento do trimestre, de 5 dias após a publicação dos demonstrativos financeiros e de 30 dias após a mencionada publicação tem em vista considerações relativas à eficiência do mercado e, portanto, admite diferentes possibilidades quanto à velocidade com que as variações nos indicadores contábeis poderiam se refletir nos preços das ações.

Dessa forma, podem-se associar as diferentes datas a que estão referidos os preços às três formas de eficiência de mercado propostas por Fama (1970), como segue:

- PREÇO DE FECHAMENTO DO TRIMESTRE: relacionado com a Forma Forte de eficiência de mercado, em que o preço das ações reflete todas as informações relevantes, publicadas ou não.

- PREÇO DE 5 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO: representa rápida resposta à publicação, relacionado com a eficiência Semi-forte, em que os preços se ajustam ou incorporam as informações publicadas.
- PREÇO DE 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO: representa resposta relativamente lenta à publicação, relacionado com a Forma Fraca de eficiência, em que a informação passada é incorporada aos preços.

As primeiras formulações das variáveis dependentes se referem à Diferença Absoluta e Diferença Percentual de Preços das Ações nos trimestres, conforme segue:

#### 1- DIFERENÇAS ABSOLUTAS

- a) Diferença Primeira do Preço de Fechamento

$$Y_1 = P_{F,t} - P_{F,t-1} \quad (30)$$

- b) Diferença entre Preço 5 dias após a publicação e Preço de Fechamento.

$$Y_5 = P_{P+5} - P_F \quad (31)$$

- c) Desvio da Diferença entre Preço 5 dias após a publicação e Preço de Fechamento em relação à média.

$$Y_9 = (P_{P+5} - P_F) - (\bar{P}_{P+5} - \bar{P}_F) \quad (32)$$

- d) Diferença entre Preço 30 dias após a publicação e Preço de Fechamento.

$$Y_7 = P_{P+30} - P_F \quad (33)$$

- e) Desvio da Diferença entre Preço 30 dias após a publicação e Preço de Fechamento em relação à média.

$$Y_{11} = (P_{P+30} - P_F) - (\bar{P}_{P+30} - \bar{P}_F) \quad (34)$$

## 2- DIFERENÇAS PERCENTUAIS

a) Retorno do Preço de Fechamento.

$$Y_2 = \frac{P_{F,t} - P_{F,t-1}}{P_{F,t-1}} \quad (35)$$

b) Retorno do Preço 5 dias após a publicação em relação ao Preço de Fechamento.

$$Y_6 = \frac{P_{P+5} - P_F}{P_F} \quad (36)$$

c) Desvio do Retorno do Preço 5 dias após a publicação em relação ao Preço de Fechamento, em relação à média.

$$Y_{10} = \left( \frac{P_{P+5} - P_F}{P_F} \right) - \left( \frac{\bar{P}_{P+5} - \bar{P}_F}{\bar{P}_F} \right) \quad (37)$$

d) Retorno do Preço 30 dias após a publicação em relação ao Preço de Fechamento.

$$Y_8 = \frac{P_{P+30} - P_F}{P_F} \quad (38)$$

e) Desvio do Retorno do Preço 30 dias após a publicação em relação ao Preço de Fechamento, em relação à média.

$$Y_{12} = \left( \frac{P_{P+30} - P_F}{P_F} \right) - \left( \frac{\bar{P}_{P+30} - \bar{P}_F}{\bar{P}_F} \right) \quad (39)$$



O Quadro 9, a seguir, resume as especificações da variável dependente.

CÓDIGO	ESPECIFICAÇÃO
$Y_1$	Diferença Primeira do Preço de Fechamento.
$Y_2$	Retorno do Preço de Fechamento.
$Y_5$	Diferença entre Preço 5 dias após a publicação e preço de fechamento.
$Y_6$	Retorno do Preço 5 dias após a publicação em relação ao preço de fechamento.
$Y_7$	Diferença entre Preço 30 dias após a publicação e preço de fechamento.
$Y_8$	Retorno do Preço 30 dias após a publicação em relação ao preço de fechamento.
$Y_9$	Desvio da Diferença entre preço 5 dias após a publicação e preço de fechamento em relação à média.
$Y_{10}$	Desvio do Retorno do Preço 5 dias após a publicação em relação ao preço de fechamento, em relação à média.
$Y_{11}$	Desvio da Diferença entre preço 30 dias após a publicação e preço de fechamento em relação à média.
$Y_{12}$	Desvio do Retorno do Preço 30 dias após a publicação em relação ao preço de fechamento, em relação à média.

QUADRO 9 – ESPECIFICAÇÕES ALTERNATIVAS DA VARIÁVEL DEPENDENTE

Fonte: A autora (2009)

#### 4.4.2 Variáveis Independentes

As Variáveis Independentes foram reespecificadas e passaram a ser representadas também por Variações Absolutas e Relativas tanto dos Indicadores Contábeis Originais como dos seus Componentes Principais, de acordo com as seguintes formulações, que sempre se referem ao fechamento do trimestre:

##### 1- VARIAÇÃO DOS COMPONENTES PRINCIPAIS

###### a) Primeira diferença

$$X = I_t - I_{t-1} \quad (40)$$

b) Variação percentual

$$X = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \quad (41)$$

## 2- VARIAÇÃO INDIVIDUAL DOS INDICADORES CONTÁBEIS E DOS COMPONENTES PRINCIPAIS EM RELAÇÃO À MÉDIA DA CARTEIRA.

Foram estabelecidas as diferenças em relação às respectivas médias tanto para a variação absoluta quanto para a variação relativa dos indicadores originais e dos componentes principais das carteiras de ações ON e PN.

a) Desvio da Diferença em relação à média.

$$x = I_t - \bar{I}_t \quad (42)$$

b) Desvio Percentual em relação à média.

$$x = \frac{I_t - \bar{I}_t}{\bar{I}_t} \quad (43)$$

As variáveis independentes passaram a ser em número de 105, ou seja, 4 transformações dos 16 indicadores contábeis originais e 4 transformações dos 5 componentes principais multiplicados. O conjunto de variáveis dependentes é mostrado no Quadro 10.

VARIÁVEL	CÓDIGO	ESPECIFICAÇÃO
X <sub>1</sub>	LI	Indicador de Liquidez Imediata.
X <sub>2</sub>	LS	Indicador de Liquidez Seca.
X <sub>3</sub>	LC	Indicador de Liquidez Corrente.
X <sub>4</sub>	LG	Indicador de Liquidez Geral.
X <sub>5</sub>	CCL	Indicador de Capital Circulante Líquido sobre Vendas.

QUADRO 10 – ESPECIFICAÇÕES ALTERNATIVAS DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES

Continua

VARIÁVEL	CÓDIGO	ESPECIFICAÇÃO
X <sub>6</sub>	EndG	Indicador de Endividamento Geral.
X <sub>7</sub>	RCP	Indicador de Rotação do Capital Próprio.
X <sub>8</sub>	ICP	Indicador de Imobilização do Capital Próprio.
X <sub>9</sub>	ME	Indicador de Medida de Estabilidade.
X <sub>10</sub>	MB	Indicador de Margem Bruta.
X <sub>11</sub>	MO	Indicador de Margem Operacional.
X <sub>12</sub>	ML	Indicador de Margem Líquida.
X <sub>13</sub>	RPL	Indicador de Rentabilidade do Patrimônio Líquido.
X <sub>14</sub>	RA	Indicador de Rentabilidade do Ativo.
X <sub>15</sub>	GA	Indicador de Giro do Ativo.
X <sub>16</sub>	GI	Indicador de Giro do Imobilizado.
X <sub>17</sub>	DIF_LI	Primeira diferença do Indicador de Liquidez Imediata.
X <sub>18</sub>	DIF_LS	Primeira diferença do Indicador de Liquidez Seca.
X <sub>19</sub>	DIF_LC	Primeira diferença do Indicador de Liquidez Corrente.
X <sub>20</sub>	DIF_LG	Primeira diferença do Indicador de Liquidez Geral.
X <sub>21</sub>	DIF_CCL	Primeira diferença do Indicador de Capital Circulante Líquido sobre Vendas.
X <sub>22</sub>	DIF_EndG	Primeira diferença do Indicador de Endividamento Geral.
X <sub>23</sub>	DIF_RCP	Primeira diferença do Indicador de Rotação do Capital Próprio.
X <sub>24</sub>	DIF_ICP	Primeira diferença do Indicador de Imobilização do Capital Próprio.
X <sub>25</sub>	DIF_ME	Primeira diferença do Indicador de Medida de Estabilidade.
X <sub>26</sub>	DIF_MB	Primeira diferença do Indicador de Margem Bruta.
X <sub>27</sub>	DIF_MO	Primeira diferença do Indicador de Margem Operacional.
X <sub>28</sub>	DIF_ML	Primeira diferença do Indicador de Margem Líquida.
X <sub>29</sub>	DIF_RPL	Primeira diferença do Indicador de Rentabilidade do Patrimônio Líquido.
X <sub>30</sub>	DIF_RA	Primeira diferença do Indicador de Rentabilidade do Ativo.

QUADRO 10 – ESPECIFICAÇÕES ALTERNATIVAS DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES

Continuação

VARIÁVEL	CÓDIGO	ESPECIFICAÇÃO
X <sub>31</sub>	DIF_GA	Primeira diferença do Indicador de Giro do Ativo.
X <sub>32</sub>	DIF_GI	Primeira diferença do Indicador de Giro do Imobilizado.
X <sub>33</sub>	Per_LI	Variação percentual do Indicador de Liquidez Imediata.
X <sub>34</sub>	Per_LS	Variação percentual do Indicador de Liquidez Seca.
X <sub>35</sub>	Per_LC	Variação percentual do Indicador de Liquidez Corrente.
X <sub>36</sub>	Per_LG	Variação percentual do Indicador de Liquidez Geral.
X <sub>37</sub>	Per_CCL	Variação percentual do Indicador de Capital Circulante Líquido sobre Vendas.
X <sub>38</sub>	Per_EndG	Variação percentual do Indicador de Endividamento Geral.
X <sub>39</sub>	Per_RCP	Variação percentual do Indicador de Rotação do Capital Próprio.
X <sub>40</sub>	Per_ICP	Variação percentual do Indicador de Imobilização do Capital Próprio.
X <sub>41</sub>	Per_ME	Variação percentual do Indicador de Medida de Estabilidade.
X <sub>42</sub>	Per_MB	Variação percentual do Indicador de Margem Bruta.
X <sub>43</sub>	Per_MO	Variação percentual do Indicador de Margem Operacional.
X <sub>44</sub>	Per_ML	Primeira diferença do Indicador de Margem Líquida.
X <sub>45</sub>	Per_RPL	Variação percentual do Indicador de Rentabilidade do Patrimônio Líquido.
X <sub>46</sub>	Per_RA	Variação percentual do Indicador de Rentabilidade do Ativo.
X <sub>47</sub>	Per_GA	Variação percentual do Indicador de Giro do Ativo.
X <sub>48</sub>	Per_GI	Variação percentual do Indicador de Giro do Imobilizado.
X <sub>49</sub>	LI_DM	Primeira diferença do Indicador de Liquidez Imediata em relação à média.
X <sub>50</sub>	LS_DM	Desvio da diferença do Indicador de Liquidez Seca em relação à média.
X <sub>51</sub>	LC_DM	Desvio da diferença do Indicador de Liq. Corrente em relação à média.
X <sub>52</sub>	LG_DM	Desvio da diferença do Indicador de Liquidez Geral em relação à média.
X <sub>53</sub>	CCL_DM	Desvio da diferença do Indicador de Capital Circulante Líquido sobre Vendas em relação à média.
X <sub>54</sub>	EndG_DM	Desvio da diferença do Indicador de Endivid. Geral em relação à média.

QUADRO 10 – ESPECIFICAÇÕES ALTERNATIVAS DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES

Continuação

VARIÁVEL	CÓDIGO	ESPECIFICAÇÃO
X <sub>55</sub>	RCP_DM	Desvio da diferença do Indicador de Rotação do Capital Próprio em relação à média.
X <sub>56</sub>	ICP_DM	Desvio da diferença do Indicador de Imobilização do Capital Próprio em relação à média.
X <sub>57</sub>	ME_DM	Desvio da diferença do Indicador de Medida de Estabilidade em relação à média.
X <sub>58</sub>	MB_DM	Desvio da diferença do Indicador de Margem Bruta em relação à média.
X <sub>59</sub>	MO_DM	Desvio da diferença do Indicador de Margem Operacional em relação à média.
X <sub>60</sub>	ML_DM	Desvio da diferença do Indicador de Margem Líquida em relação à média.
X <sub>61</sub>	RPL_DM	Desvio da diferença do Indicador de Rentabilidade do Patrimônio Líquido em relação à média.
X <sub>62</sub>	RA_DM	Desvio da diferença do Indicador de Rentab. do Ativo em relação à média.
X <sub>63</sub>	GA_DM	Desvio da diferença do Indicador de Giro do Ativo em relação à média.
X <sub>64</sub>	GI_DM	Desvio da diferença do Indicador de Giro do Imob. em relação à média.
X <sub>65</sub>	LI_DR	Desvio percentual do Indicador de Liquidez Imediata em relação à média.
X <sub>66</sub>	LS_DR	Desvio percentual do Indicador de Liquidez Seca em relação à média.
X <sub>67</sub>	LC_DR	Desvio percentual do Indicador de Liquidez Corrente em relação à média.
X <sub>68</sub>	LG_DR	Desvio percentual do Indicador de Liquidez Geral em relação à média.
X <sub>69</sub>	CCL_DR	Desvio percentual do Indicador de Capital Circulante Líquido sobre Vendas em relação à média.
X <sub>70</sub>	EndG_DR	Desvio percentual do Indicador de Endividamento Geral em relação à média.
X <sub>71</sub>	RCP_DR	Desvio percentual do Indicador de Rotação do Capital Próprio em relação à média.
X <sub>72</sub>	ICP_DR	Desvio percentual do Indicador de Imobilização do Capital Próprio em relação à média.
X <sub>73</sub>	ME_DR	Desvio percentual do Indicador de Medida de Estabilidade em relação à média.
X <sub>74</sub>	MB_DR	Desvio percentual do Indicador de Margem Bruta em relação à média.

QUADRO 10 – ESPECIFICAÇÕES ALTERNATIVAS DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES

Continuação

VARIÁVEL	CÓDIGO	ESPECIFICAÇÃO
X <sub>75</sub>	MO_DR	Desvio percentual do Indicador de Margem Operac. em relação à média.
X <sub>76</sub>	ML_DR	Desvio diferença do Indicador de Margem Líquida em relação à média.
X <sub>77</sub>	RPL_DR	Desvio percentual do Indicador de Rentabilidade do Patrimônio Líquido em relação à média.
X <sub>78</sub>	RA_DR	Desvio percentual do Indicador de Rentab. do Ativo em relação à média.
X <sub>79</sub>	GA_DR	Desvio percentual do Indicador de Giro do Ativo em relação à média.
X <sub>80</sub>	GI_DR	Desvio percentual do Indicador de Giro do Imob. em relação à média.
X <sub>81</sub>	C1_Ativid	Componente 1 – Atividade.
X <sub>82</sub>	C2_LG	Componente 2 - Liquidez Geral.
X <sub>83</sub>	C3_SaúdeF/ C3_LC	Componente 3 - ON: Saúde Financeira; PN: Liquidez Corrente.
X <sub>84</sub>	C4_Marg	Componente 4 – Margem.
X <sub>85</sub>	C5_LC C5_SaúdeF	Componente 5 - ON: Liquidez Corrente; PN: Saúde Financeira.
X <sub>86</sub>	DF_C1_Ativid	Primeira diferença do Componente 1 – Atividade.
X <sub>87</sub>	DF_C2_LG	Primeira diferença do Componente 2 - Liquidez Geral.
X <sub>88</sub>	DF_C3_SaúdeF DF_C3_LC	Primeira diferença do Componente 3 - ON: Saúde Financeira; PN: Liquidez Corrente.
X <sub>89</sub>	DF_C4_Marg	Primeira diferença do Componente 4 – Margem.
X <sub>90</sub>	DF_C5_LC/ DF_C5_SaúdeF	Primeira diferença do Componente 5 - ON: Liquidez Corrente; PN: Saúde Financeira.
X <sub>91</sub>	Per_C1_Ativid	Variação percentual do Componente 1 – Atividade.
X <sub>92</sub>	Per_C2_LG	Variação percentual do Componente 2 - Liquidez Geral.
X <sub>93</sub>	Per_C3_SaúdeF Per_C3_LC	Variação percentual do Componente 3 - ON: Saúde Financeira; PN: Liquidez Corrente.
X <sub>94</sub>	Per_C4_Marg	Variação percentual do Componente 4 – Margem.

QUADRO 10 – ESPECIFICAÇÕES ALTERNATIVAS DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES

Continuação

Conclusão

VARIÁVEL	CÓDIGO	ESPECIFICAÇÃO
X <sub>95</sub>	Per_C5_LC/ Per_C5_SaúdeF	Variação percentual do Componente 5 - ON: Liquidez Corrente; PN: Saúde Financeira.
X <sub>96</sub>	C1_Ativid_DM	Desvio da diferença do Componente 1 – Atividade em relação à média.
X <sub>97</sub>	C2_LG_DM	Desvio da diferença do Componente 2 - Liquidez Geral em relação à média.
X <sub>98</sub>	C3_SaúdeF_DM C3_LC_DM	Desvio da diferença do Componente 3 - ON: Saúde Financeira; PN: Liquidez Corrente, em relação à média.
X <sub>99</sub>	C4_Marg_DM	Desvio da diferença do Componente 4 – Margem em relação à média.
X <sub>100</sub>	C5_LC_DM / C5_SaúdeF_DM	Desvio da diferença do Componente 5 - ON: Liquidez Corrente; PN: Saúde Financeira em relação à média.
X <sub>101</sub>	C1_Ativid_DR	Desvio percentual do Componente 1 – Atividade em relação à média.
X <sub>102</sub>	C2_LG_DR	Desvio percentual do Componente 2 - Liquidez Geral em relação à média.
X <sub>103</sub>	C3_SaúdeF_DR C3_LC_DR	Desvio percentual do Componente 3 - ON: Saúde Financeira; PN: Liquidez Corrente em relação à média.
X <sub>104</sub>	C4_Marg_DR	Desvio percentual do Componente 4 – Margem em relação à média.
X <sub>105</sub>	C5_LC_DR / C5_SaúdeF_DR	Desvio percentual do Componente 5 - ON: Liquidez Corrente; PN: Saúde Financeira em relação à média.

QUADRO 10 – ESPECIFICAÇÕES ALTERNATIVAS DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES  
FONTE: A autora (2009)

#### 4.4.3 Resultado das Regressões: Modelo Abrangente

Primeiramente, foi realizada uma nova tentativa de regressão sobre os indicadores originais, considerando a possibilidade de que não se manifestasse forte multicolinearidade, o que não ocorreu. Esse fato, aliado à virtual impossibilidade de pesquisar a relevância de todas as variáveis *dummies* multiplicativas dos indicadores originais, em número de 4.880 para as ações ON e de 4800 para as ações PN, fez com que, a análise, a partir deste ponto, passasse a considerar apenas os componentes principais e suas transformações..

Na sequência, foram efetuadas regressões sobre os componentes principais e suas transformações (total 25 variáveis independentes). Nesta fase, foram inseridas *dummies* aditivas e multiplicativas para as empresas e para os trimestres, conforme a equação:

$$Y_{it} = \alpha \left( \sum_{i=1}^N D_{emp} + \sum_{t=1}^T D_{trim} \right) + \beta_1 \left( \sum_{i=1}^N D_{emp} + \sum_{t=1}^T D_{trim} \right) X_1 + \dots + \beta_{25} \left( \sum_{i=1}^N D_{emp} + \sum_{t=1}^T D_{trim} \right) X_{25} + \varepsilon_{it} \quad (44)$$

O Quadro 11 apresenta o número de *dummies* aditivas e multiplicativas construídas para as regressões:

AÇÕES	EMPRESAS	TRIMESTRES	DUMMIES ADITIVAS DE EMP.	DUMMIES ADITIVAS DE TRIM.	DUMMIES MULTIPLICAT. DE EMP.	DUMMIES MULTIPLICAT. DE TRIM.
ON	22	41	21	40	525	1000
PN	21	41	20	40	500	1000

QUADRO 11 - NÚMERO DE *DUMMIES* ADITIVAS E MULTIPLICATIVAS CONSTRUIDAS PARA AS REGRESSÕES.

FONTE: A Autora (2009)

As *dummies* multiplicativas de empresas e de trimestres foram obtidas a partir das 25 variáveis representadas pelos componentes principais. Foram estabelecidos os códigos D para *dummies* aditivas e DM para as *dummies* multiplicativas, seguidos da identificação das empresas ou dos trimestres a que se referem.

As regressões foram realizadas pelo Método *Stepwise*, teste de verificação dos resíduos de Durbin-Watson, aplicando a probabilidade de F de 1% para entrada e 2% para remoção. Nas regressões, primeiramente, foram inseridas todas as *dummies* aditivas e multiplicativas. No entanto, em vários modelos, *dummies* multiplicativas de empresas e de trimestres, relativas a variáveis não incluídas no modelo, emergiram como significativas. Diante disso, tais regressões foram desconsideradas e novas regressões foram realizadas com a inclusão, *a priori*, somente de *dummies* aditivas de empresas e de trimestres. Os resultados são apresentados nas Tabelas 21, 22, 23, 24, 25 e 26, respectivamente.



TABELA 21 - Y1 - DIFERENÇA PRIMEIRA DO PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES ON

Modelo	VARIÁVEIS	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> <sub>ajustado</sub>	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
6	(Constante)		4,1456	0,0000	0,1326	4,9794	1,7261
	D_T38	0,2352	6,6904	0,0000			
	D_T41	-0,1549	4,4060	0,0000			
	D_T3	-0,1362	3,8761	0,0001			
	D_T2	-0,1332	3,7889	0,0002			
	D_T36	0,1107	3,1509	0,0017			
	D_T32	0,0923	2,6246	0,0089			

FONTE: A autora (2009)

A Tabela 21, relativa à Diferença Primeira do Preço de Fechamento das Ações ON inclui apenas variáveis *dummies* de trimestres, apresenta coeficiente de determinação muito baixo e estatística de Durbin-Watson indicando possível autocorrelação residual.

TABELA 22 - Y2 - RETORNO DO PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES ON

Modelo	VARIÁVEIS	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> <sub>ajustado</sub>	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
10	(Constante)		6,6352	0,0000	0,1888	0,2687	2,0922
	D_T8	0,2700	7,9296	0,0000			
	D_T3	-0,1535	4,5052	0,0000			
	D_T24	0,1229	3,5775	0,0004			
	D_T2	-0,1228	3,5899	0,0004			
	D_Perdig	0,1055	3,0938	0,0021			
	D_T19	-0,1119	3,2872	0,0011			
	C1_Atividade	0,1153	3,3281	0,0009			
	D_T5	0,1069	3,1261	0,0018			
	D_T15	-0,0922	2,7072	0,0070			
	D_T23	0,0919	2,6945	0,0072			

FONTE: A autora (2009)

A Tabela 22, referente ao Retorno do Preço de fechamento do trimestre das ações ON, inclui como variável independente o componente principal Atividade. A capacidade explicativa do referido componente principal, juntamente com as *dummies* aditivas de trimestres e de empresa é de 18%. A estatística de Durbin-Watson descarta a possibilidade de autocorrelação residual.

TABELA 23 - Y5 - DIFERENÇA ENTRE PREÇO 5 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO E PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES ON

Modelo	VARIÁVEIS	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> <sub>ajustado</sub>	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
8	(Constante)		0,8512	0,3949	0,1304	3,8655	1,9197
	D_T37	0,2212	6,2824	0,0000			
	D_T36	0,1507	4,2814	0,0000			
	D_T33	0,1372	3,8963	0,0001			
	D_T32	0,1303	3,6986	0,0002			
	D_T40	-0,1178	3,3436	0,0009			
	C5_LC_DM	0,1047	2,9806	0,0030			
	D_T41	0,0950	2,6969	0,0072			
	D_T35	0,0932	2,6473	0,0083			

FONTE: A autora (2009)

Observa-se na Tabela 23, referente à Diferença do Preço das ações ON de 5 dias após a publicação dos demonstrativos contábeis em relação do Preço das ações na data de fechamento do trimestre, a variável que emerge como significativa é a Diferença Média do Componente Principal Liquidez Corrente. Apesar de a estatística de Durbin-Watson não apresentar evidências de autocorrelação residual, o coeficiente de determinação se apresenta muito baixo.

TABELA 24 - Y6 - RETORNO DO PREÇO 5 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO EM RELAÇÃO AO PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES ON.

Modelo	VARIÁVEIS	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> <sub>ajustado</sub>	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
10	(Constante)		6,4133	0,0000	0,1579	0,1657	2,1047
	D_T4	0,1964	5,6625	0,0000			
	D_T32	0,1660	4,7825	0,0000			
	D_T3	0,1475	4,2510	0,0000			
	D_T37	0,0918	2,6445	0,0084			
	D_T18	-0,1174	3,3847	0,0008			
	D_T25	-0,1148	3,3090	0,0010			
	D_T9	-0,1096	3,1599	0,0016			
	D_T2	-0,1081	3,1164	0,0019			
	D_T40	-0,0977	2,8133	0,0050			
	D_T29	-0,0945	2,7253	0,0066			

FONTE: A autora (2009)

Como se observa, a Tabela 24, relativa ao Retorno do Preço das ações ON de 5 dias após a publicação em relação do preço na data de fechamento do trimestre não inclui variáveis de componentes principais ou suas transformações.

TABELA 25 - Y7 - DIFERENÇA ENTRE PREÇO 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO E PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES ON .

Modelo	VARIÁVEIS	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> <sub>ajustado</sub>	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
7	(Constante)		2,2093	0,0275	0,1775	4,6663	1,9365
	D_T37	0,2306	6,7375	0,0000			
	D_T36	0,2131	6,2264	0,0000			
	D_T32	0,1807	5,2783	0,0000			
	D_T35	0,1327	3,8778	0,0001			
	D_T2	-0,1256	3,6692	0,0003			
	D_T40	-0,1121	3,2740	0,0011			
	C5_LC_DM	0,1046	3,0636	0,0023			

FONTE: A autora (2009)

A Tabela 25, que apresenta a regressão da Diferença do Preço das ações ON de 5 dias após a publicação dos demonstrativos contábeis em relação ao Preço de Fechamento do trimestre inclui a variável transformada do componente principal Liquidez Corrente. A capacidade explicativa do referido componente principal, juntamente com as variáveis *dummies* de trimestres é de aproximadamente 18%. A estatística de Durbin-Watson não indica autocorrelação residual.

TABELA 26 - Y8 - RETORNO DO PREÇO 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO EM RELAÇÃO AO PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES ON

Modelo	VARIÁVEIS	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> <sub>ajustado</sub>	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
12	(Constante)		7,7039	0,0000	0,2646	0,1781	2,0889
	D_T2	-0,2367	7,2838	0,0000			
	D_T4	0,2512	7,7150	0,0000			
	D_T32	0,1796	5,5302	0,0000			
	D_T23	0,1591	4,9005	0,0000			
	D_T22	0,1265	3,8957	0,0001			
	D_T18	-0,1364	4,1962	0,0000			
	D_T25	-0,1177	3,6276	0,0003			
	D_T14	-0,1077	3,3201	0,0009			
	C5_LC	0,0974	2,9862	0,0029			
	D_T40	-0,1001	3,0829	0,0021			
	D_T17	-0,0946	2,9142	0,0037			
	D_T37	0,0844	2,5959	0,0096			

FONTE: A autora (2009)

Como se observa na Tabela 26, para o Retorno do Preço das ações ON de 30 dias após a publicação dos demonstrativos contábeis, em relação ao Preço das referidas ações na data do fechamento do trimestre, a variável de componente principal que emerge como significativa é a Liquidez Corrente. O coeficiente de determinação é de 0,26 e a estatística de Durbin-Watson não apresenta indicação de autocorrelação dos resíduos.

As regressões das variáveis  $Y_9$ ,  $Y_{11}$  e  $Y_{12}$  para as empresas com ações ordinárias apresentam coeficiente de determinação inferior a 2%. Na regressão de  $Y_{10}$  nenhuma variável independente foi selecionada.

As regressões realizadas para o grupo de empresas com ações PN são mostradas nas Tabelas 27, 28, 29, 30, 31 e 32, respectivamente.

TABELA 27. - REGRESSÃO Y1 - DIFERENÇA PRIMEIRA DO PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES PN

Modelo	VARIÁVEIS	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
12	(Constante)		1,3850	0,1665	0,2074	5,1048	2,0217
	D_T3	-0,1944	-5,5713	0,0000			
	D_T38	0,1779	5,1033	0,0000			
	C1_Atividade	0,3584	5,0596	0,0000			
	D_T8	0,1268	3,6319	0,0003			
	D_T36	0,0935	2,4801	0,0134			
	D_T24	0,0926	2,5308	0,0116			
	D_T33	0,1300	3,6864	0,0002			
	D_T15	-0,1094	-3,1370	0,0018			
	D_T40	-0,1404	-3,8553	0,0001			
	D_TelemarNL	-0,0989	-2,8351	0,0047			
	C1_Ativid_DM	-0,2248	-3,3507	0,0009			
	D_T5	0,1124	3,1621	0,0016			

FONTE: A autora (2009)

A Tabela 27, relativa à Diferença Primeira do preço de fechamento das ações PN, inclui, além de variáveis *dummies* de empresas e de trimestres, o Componente Principal Atividade. O coeficiente de determinação é de aproximadamente 0,21. A estatística de Durbin-Watson não apresenta evidências de autocorrelação residual.

TABELA 28 - REGRESSÃO Y2 - RETORNO DO PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES PN

Modelo	VARIÁVEIS	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
15	(Constante)		3,5206	0,0005	0,3376	0,2281	2,0661
	D_T8	0,2830	8,8580	0,0000			
	D_T5	0,2376	7,4529	0,0000			
	D_T24	0,2204	6,8888	0,0000			
	D_T3	-0,1947	-6,0928	0,0000			
	D_T15	-0,1369	-4,2823	0,0000			
	D_T19	-0,1250	-3,9076	0,0001			
	D_T2	-0,1137	-3,5598	0,0004			
	D_T21	-0,1065	-3,3279	0,0009			
	D_T23	0,1293	4,0407	0,0001			
	D_T9	0,1089	3,4036	0,0007			
	D_T16	0,0956	2,9872	0,0029			
	D_T31	0,0989	3,0941	0,0021			
	D_T38	0,0961	3,0094	0,0027			
	D_Emae	0,0936	2,9314	0,0035			
	D_T18	-0,0829	-2,5931	0,0097			

FONTE: A autora (2009)

Conforme os resultados da Tabela 28, apesar de o coeficiente de determinação se mostrar mais elevado e a estatística de Durbin-Watson não indicar autocorelação residual, emergem como significativas na regressão apenas variáveis *dummies* de trimestres e de empresas.

TABELA 29 - REGRESSÃO Y5 - DIFERENÇA ENTRE PREÇO 5 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO E PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES PN

Modelo	VARIÁVEIS	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
10	(Constante)		-3,3214	0,0009	0,1561	3,6901	1,9510
	D_T37	0,2214	6,0837	0,0000			
	D_T2	-0,1452	-4,0326	0,0001			
	D_T32	0,1495	4,1507	0,0000			
	D_T3	0,1456	4,0509	0,0001			
	D_T35	0,1359	3,7776	0,0002			
	D_T4	0,1216	3,3818	0,0008			
	D_T15	0,1183	3,2862	0,0011			
	D_T41	0,1156	3,1848	0,0015			
	DFC4_Marg	0,1030	2,7867	0,0055			
	D_T23	0,0932	2,5929	0,0097			

FONTE: A autora (2009)

A Tabela 29, relativa à Diferença entre o Preço das ações PN de 5 dias após a publicação e o Preço de Fechamento do trimestre, inclui, além de variáveis *dummies* de trimestres, a variável transformada do Componente Principal Margem. O coeficiente de determinação é muito baixo e a estatística de Durbin-Watson não indica autocorrelação residual.

TABELA 30 - REGRESSÃO Y6 - RETORNO DO PREÇO 5 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO EM RELAÇÃO AO PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES PN .

Modelo	VARIÁVEIS	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
15	(Constante)		-1,8773	0,0609	0,3954	0,1629	2,0525
	D_T4	0,4066	13,3256	0,0000			
	D_T3	0,2724	8,9313	0,0000			
	C1_Ativid_DR	0,1888	6,2191	0,0000			
	D_T15	0,1646	5,3830	0,0000			
	D_T2	-0,1235	-4,0429	0,0001			
	D_T18	-0,1007	-3,2908	0,0011			
	DFC4_Marg	0,1115	3,5749	0,0004			
	D_T37	0,1368	4,4349	0,0000			
	D_T23	0,1222	4,0030	0,0001			
	D_T21	0,1217	3,9846	0,0001			
	D_T32	0,1140	3,7270	0,0002			
	D_T7	0,1107	3,6315	0,0003			
	D_T19	0,0937	3,0636	0,0023			
	D_T26	0,0829	2,7107	0,0069			
	D_T9	-0,0811	-2,6539	0,0082			

FONTE: A autora (2009)

Para o Modelo Y<sub>6</sub>, Retorno do Preço das ações PN de 5 dias após a publicação dos demonstrativos contábeis em relação ao Preço das ações na data de Fechamento do Trimestre, cujos resultados são apresentados na Tabela 30, emergem como significativas as variáveis transformadas dos componentes principais Atividade e Margem. O coeficiente de determinação é de aproximadamente 0,39 e a estatística de Durbin-Watson não indica autocorrelação residual.

TABELA 31 - REGRESSÃO Y7 - DIFERENÇA ENTRE PREÇO 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO E PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES PN

Modelo	VARIÁVEIS	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
11	(Constante)		-1,7223	0,0855	0,1798	4,7327	1,8150
	D_T2	-0,1977	-5,5643	0,0000			
	D_T37	0,2011	5,6419	0,0000			
	D_T32	0,1492	4,1353	0,0000			
	D_T35	0,1295	3,6297	0,0003			
	D_T23	0,1195	3,3628	0,0008			
	D_T33	-0,0906	-2,5436	0,0112			
	D_T4	0,1144	3,2270	0,0013			
	D_T22	0,1078	3,0360	0,0025			
	D_T15	0,0982	2,7682	0,0058			
	C1_Atividade	0,1018	2,7752	0,0057			
	D_T7	0,0921	2,5967	0,0096			

FONTE: A autora (2009)

A Tabela 31, relativa à Diferença entre o Preço das Ações PN de 30 dias após a Publicação e o Preço de Fechamento do Trimestre, inclui além de variáveis *dummies*, o Componente Principal Atividade. O coeficiente de determinação pode ser considerado baixo e a estatística de Durbin-Watson indica possível autocorrelação residual.

TABELA 32 - REGRESSÃO Y8 - RETORNO DO PREÇO 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO EM RELAÇÃO AO PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES PN

Modelo	VARIÁVEIS	Beta Padronizado	<i>t</i>	Sig.	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
18	(Constante)		-2,8841	0,0041	0,435	0,182	1,854
	D_T4	0,4150	14,0369	0,0000			
	D_T2	-0,1962	-6,6282	0,0000			
	D_T23	0,2212	7,4775	0,0000			
	D_T22	0,2065	6,9663	0,0000			
	C1_Ativid_DR	0,1408	4,7961	0,0000			
	D_T15	0,1672	5,6455	0,0000			
	D_T32	0,1667	5,6214	0,0000			
	D_T7	0,1652	5,5962	0,0000			
	D_T3	0,1429	4,8388	0,0000			
	D_T37	0,1438	4,8178	0,0000			
	DFC4_Marg	0,0975	3,2169	0,0014			
	D_T14	-0,0812	-2,7450	0,0062			
	D_T21	0,1119	3,7820	0,0002			
	D_T30	0,1038	3,4940	0,0005			
	D_T26	0,0966	3,2583	0,0012			
	D_T35	0,0888	3,0020	0,0028			
	D_T19	0,0845	2,8515	0,0045			
	C3_Liquidez Corrente	0,0773	2,6242	0,0089			

FONTE: A autora (2009)

A Tabela 32, referente ao Retorno do Preço das ações PN de 30 dias após a publicação dos demonstrativos contábeis em relação ao Preço das ações na data de fechamento do trimestre, inclui, além de variáveis *dummies* de trimestres, três variáveis de Componentes Principais: Diferença Relativa do Componente Principal Atividade, Diferença do Componente Principal Margem e o Componente Principal de Liquidez Corrente. A capacidade explicativa dessas variáveis alcança 43%.

As regressões das variáveis  $Y_9$ ,  $Y_{11}$  e  $Y_{12}$  para as empresas com ações preferenciais apresentam coeficiente de determinação inferior a 6%. Na regressão de  $Y_{10}$  nenhuma variável explicativa foi selecionada, tal como ocorreu no caso da carteira de ações ON.

Os resultados das regressões mostram, grosso modo, que os componentes principais mais significativos não são os mesmos para as duas carteiras consideradas: Ordinárias e Preferenciais. É perceptível também que algumas empresas, apesar das exclusões já efetuadas, ainda apresentam especificidades importantes. Os trimestres também mostram particularidades pronunciadas, indicada pelo elevado número de *dummies* aditivas.

Diante desses resultados, foram desconsideradas, a partir deste ponto, as variáveis  $Y_9$ , de  $Y_{10}$ ,  $Y_{11}$  e  $Y_{12}$  tanto para a carteira de ações ON como para a carteira de ações PN. Novas regressões foram, então, realizadas, nas quais se incluem *dummies* multiplicativas somente em relação às variáveis previamente selecionadas para cada modelo.

#### **4.4.4 Seleção do modelo mais significativo para cada grupo de ação**

Nesta etapa da pesquisa foram selecionados os modelos de regressão que atenderam aos seguintes quesitos: maior poder explicativo ( $R^2_{\text{ajustado}}$ ); ausência de autocorrelação residual, conforme estatística de Durbin-Watson; e em que emergiram como significativos os componentes principais e suas transformações.

Para o grupo de empresas com ações ON foram selecionados os seguintes modelos:

- a)  $Y_2$  - Retorno do Preço de Fechamento.
- b)  $Y_7$  - Diferença entre Preço 30 dias após a publicação e preço de fechamento.
- c)  $Y_8$  - Retorno do Preço 30 dias após a publicação em relação ao preço de fechamento.



Os modelos selecionados para o grupo de empresas com ações PN foram:

- a) Y1 - Diferença Primeira do Preço de Fechamento.
- b) Y6 - Retorno do Preço 5 dias após a publicação em relação ao preço de fechamento.
- c) Y8 - Retorno do Preço 30 dias após a publicação em relação ao preço de fechamento.

As regressões passaram a incluir *dummies* multiplicativas de empresas e de trimestres para as variáveis dos componentes principais e suas transformações que se mostraram significativas nos modelos, conforme Quadro 12.

AÇÕES	VARIÁVEIS SELECIONADAS	DUMMIES ADITIVAS DE EMP.	DUMMIES ADITIVAS DE TRIM.	DUMMIES MULTIPLICAT. DE EMP.	DUMMIES MULTIPLICAT. DE TRIM.
ON	C1- ATIVIDADE C5- LC C5-LC-DM	21	40	63	120
PN	C1- ATIVIDADE C3- LIQUIDEZ CORRENTE DFC4- MARGEM DRC1- ATIVIDADE	20	40	80	160

QUADRO 12 - NÚMERO DE VARIÁVEIS E *DUMMIES* INSERIDAS NAS REGRESSÕES.  
FONTE: A Autora (2009)

O resultado das Regressões para as ações ON são mostrados nas Tabelas 33, 34, 35, 36, 37 e 38, respectivamente.

TABELA 33 - Y2 - RETORNO DO PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES ON

Modelo	R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> <sub>ajustado</sub>	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
16	0,5881	0,3459	0,3307	0,2440	1,8685

FONTE: A autora (2009)

A Tabela 33, relativa ao Retorno do Preço de Fechamento apresenta coeficiente de determinação de 0,33 e a estatística de Durbin-Watson indica possível autocorrelação residual.

As Variáveis que se mostraram significativas para o Modelo Y<sub>2</sub> são apresentadas na Tabela 34.

TABELA 34 - Y2 - VARIÁVEIS SELECIONADAS - AÇÕES ON

N= 730

oModel	Variáveis	Coefic. Beta	Erro Padrão	Beta Padroniz.	t	Sig.	Estatística de Colinearidade	
							Tolerância	VIF
16	(Constante)	0,0527	0,0109		4,8573	0,0000		
	D_T8	0,5053	0,0625	0,2525	8,0900	0,0000	0,9762	1,0244
	DMC1_Ativid_Perdig	0,7065	0,0841	0,2643	8,3998	0,0000	0,9600	1,0416
	D_T3	-0,2096	0,0626	-0,1109	-3,3486	0,0009	0,8664	1,1543
	D_T24	0,2544	0,0571	0,1382	4,4560	0,0000	0,9881	1,0120
	DMC1_Ativid_T2	0,3464	0,0838	0,1284	4,1356	0,0000	0,9857	1,0145
	D_T5	0,2801	0,0663	0,1311	4,2252	0,0000	0,9873	1,0129
	D_T19	-0,1884	0,0602	-0,0970	-3,1319	0,0018	0,9920	1,0080
	D_T23	0,2049	0,0570	0,1113	3,5951	0,0003	0,9915	1,0085
	DMC5_LC_T3	0,2821	0,0755	0,1245	3,7387	0,0002	0,8577	1,1659
	D_T33	0,2055	0,0572	0,1117	3,5927	0,0004	0,9842	1,0160
	DMC5_Petrob	-1,3194	0,1704	-0,7196	-7,7420	0,0000	0,1101	9,0864
	DMDMC5_LC_Petrob	1,2300	0,1713	0,6646	7,1815	0,0000	0,1110	9,0078
	D_T38	0,1795	0,0570	0,0975	3,1493	0,0017	0,9910	1,0091
	DMC1_Ativid_T32	0,1003	0,0340	0,0929	2,9541	0,0032	0,9619	1,0396
	D_T31	0,1602	0,0586	0,0848	2,7355	0,0064	0,9894	1,0107
	DMC1_Ativid_Brades	0,1971	0,0738	0,0828	2,6715	0,0077	0,9893	1,0109

FONTE: A autora (2009)

Como se observa, apenas variáveis *dummies* aditivas e multiplicativas de trimestres e empresas emergem como significativas para o Retorno do Preço das ações no fechamento de cada Trimestre.

TABELA 35 - Y7 - DIFERENÇA ENTRE PREÇO 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO E PREÇO DE FECHAMENTO. AÇÕES ON

Modelo	R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> <sub>ajustado</sub>	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
12	0,5624	0,3163	0,3048	4,3389	1,8799

FONTE: A autora (2009)

A Tabela 35, relativa à Diferença entre o Preço de 30 dias após a Publicação e o Preço das ações na data do fechamento do trimestre, mostra que as variáveis oferecidas na regressão apresentam capacidade explicativa de 30% das variações do preço das ações ON. A Tabela 36 apresenta as variáveis que se mostraram significativas para o Modelo.

TABELA 36 - Y7 - VARIÁVEIS SELECIONADAS - AÇÕES ON

N= 730

Modelo	Variáveis	Coefic. Beta	Erro Padrão	Beta Padroniz.	t	Sig.	Estatística de Colinearidade	
							Tolerância	VIF
12	(Constante)	0,3806	0,1764		2,1577	0,0313		
	DMC5_LCT36	10,6135	1,1836	0,2775	8,9670	0,0000	0,9983	1,0017
	DMC5_LC_T37	5,7398	0,9004	0,2094	6,3744	0,0000	0,8865	1,1280
	DMC1_Ativid_T36	3,7595	0,6621	0,1759	5,6780	0,0000	0,9966	1,0034
	D_T32	5,2543	0,9899	0,1652	5,3077	0,0000	0,9877	1,0125
	D_T37	5,2403	1,0733	0,1607	4,8824	0,0000	0,8832	1,1323
	D_T35	4,1079	1,0387	0,1227	3,9550	0,0001	0,9941	1,0059
	DMC1_Ativid_T2	5,9554	1,4805	0,1246	4,0225	0,0001	0,9966	1,0034
	DMC5_LC_T35	4,0975	1,1545	0,1098	3,5491	0,0004	0,9988	1,0012
	DMC5_LC_T39	-3,9241	1,0735	-0,1132	-3,6553	0,0003	0,9977	1,0023
	DMC1_Ativid_TelNL	7,2895	1,5949	0,1831	4,5704	0,0000	0,5960	1,6780
	D_T40	-3,8269	0,9901	-0,1203	-3,8651	0,0001	0,9873	1,0128
	D_TelNL	2,7467	1,0260	0,1066	2,6772	0,0076	0,6026	1,6594

FONTE: A autora (2009)

Conforme resultados apresentados na Tabela 36, novamente emergem como significativas apenas variáveis *dummies* aditivas e multiplicativas de empresas e de trimestres.

TABELA 37 - Y8\_ RETORNO DO PREÇO 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO EM RELAÇÃO AO PREÇO DE FECHAMENTO - AÇÕES ON

Modelo	R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> <sub>ajustado</sub>	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
17	0,5527	0,3054	0,2888	0,1771	1,9788

FONTE: A autora (2009)

Como se observa, o modelo Y<sub>8</sub>, que se refere ao Retorno do Preço das ações 30 dias após a publicação dos demonstrativos contábeis em relação ao preço na data de fechamento de cada trimestre, é o que melhor representa os efeitos dos indicadores contábeis sobre os preços das ações. O modelo foi o único, para o grupo de empresas com ações ordinárias, em que emergiram como significativas as variáveis representadas pelos componentes principais, conforme mostra a Tabela 38.

TABELA 38 - Y8 - VARIÁVEIS SELECIONADAS - AÇÕES ON

N= 730

Modelo	Variáveis	Coefic. Beta	Erro Padrão	Beta Padroniz.	t	Sig.	Estatística de Colinearidade	
							Tolerância	VIF
17	(Constante)	0,0437	0,0078		5,5904	0,0000		
	D_T4	0,3585	0,0439	0,2579	8,1733	0,0000	0,9823	1,0180
	D_T2	-0,2763	0,0427	-0,2044	-6,4635	0,0000	0,9784	1,0221
	D_T32	0,2217	0,0414	0,1726	5,3610	0,0000	0,9435	1,0599
	D_T23	0,2178	0,0415	0,1654	5,2513	0,0000	0,9862	1,0140
	D_T22	0,1812	0,0414	0,1376	4,3757	0,0000	0,9893	1,0108
	D_T18	-0,1623	0,0438	-0,1168	-3,7035	0,0002	0,9836	1,0167
	D_T37	0,1361	0,0417	0,1034	3,2638	0,0012	0,9749	1,0258
	D_T25	-0,1225	0,0428	-0,0906	-2,8644	0,0043	0,9776	1,0229
	C5_LC	0,0315	0,0070	0,1502	4,5248	0,0000	0,8880	1,1261
	D_T14	-0,1216	0,0437	-0,0875	-2,7795	0,0056	0,9881	1,0120
	DMC5_LC_T32	-0,1019	0,0314	-0,1046	-3,2479	0,0012	0,9428	1,0607
	DMC5_LC_T23	-0,1720	0,0567	-0,0958	-3,0368	0,0025	0,9836	1,0167
	D_T40	-0,1341	0,0411	-0,1044	-3,2665	0,0011	0,9572	1,0448
	C1_Atividade	0,0243	0,0070	0,1159	3,4700	0,0006	0,8770	1,1402
	D_T5	0,1322	0,0467	0,0895	2,8337	0,0047	0,9812	1,0191
	DMC5_T9	-0,1038	0,0376	-0,0879	-2,7577	0,0060	0,9639	1,0374
	D_T7	0,1273	0,0464	0,0861	2,7430	0,0062	0,9919	1,0082

FONTE: A autora (2009)

Para o Modelo Y<sub>8</sub>, o Componente de Liquidez Corrente, que é formado basicamente pelos indicadores de Liquidez Corrente e Capital Circulante Líquido sobre as Vendas, e o Componente de Atividade, em que se destacam os indicadores de Rentabilidade do Patrimônio Líquido, Rentabilidade do Ativo, Giro do Ativo e Giro do Imobilizado, associados às *dummies* aditivas e multiplicativas de trimestres, que continuaram a evidenciar especificidades fortes, foram capazes de abarcar 29% da variação total do preço das ações.

Os resultados indicam ausência quase absoluta de multicolinearidade, conforme os valores obtidos para Tolerância e VIF. A estatística de Durbin-Watson, igual a 1,98, permite rejeitar a hipótese de autocorrelação residual de primeira ordem. A análise de autocorrelação residual realizada com base em correlograma também não mostrou nenhuma indicação de autoregressividade expressiva estatisticamente como pode ser observado no Gráfico 6.

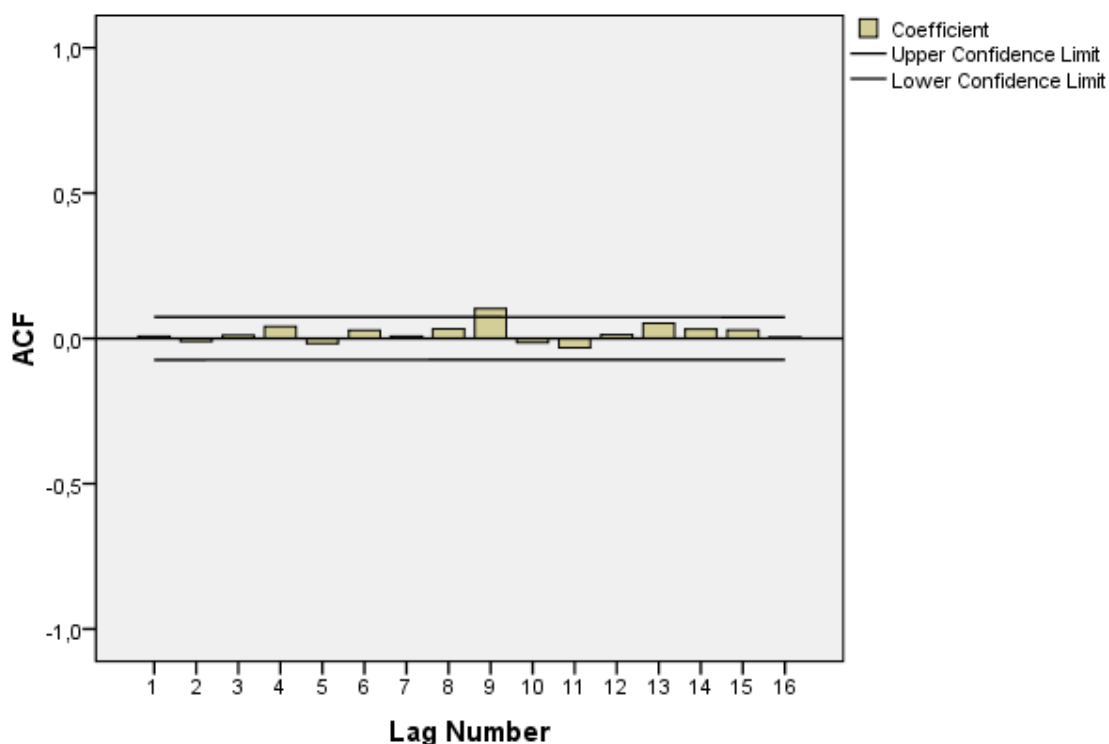


GRÁFICO 6 – CORRELOGRAMA DE AUTOREGRESSIVIDADE DOS RESÍDUOS – MODELO  $Y_8$  – AÇÕES ON  
 FONTE: A autora (2009)

O fato de a formulação de  $Y_8$  ter surgido como a mais significativa para as ações ordinárias, pode ser interpretado como indicativo de que o mercado reage de forma relativamente lenta em relação às informações contidas nos demonstrativos contábeis, representadas para o grupo de empresas com ações ON, basicamente por fatores de liquidez de curto prazo e de atividade.

As variáveis C5\_LC (Componente de Liquidez Corrente) e C1\_Atividade (Componente de Atividade), presentes na equação estimada para  $Y_8$ , mostram que aumentos de 1 unidade nestas variáveis causam variações de 0,032 e 0,024, respectivamente; que representam variações de 3,2% e 2,4% no preço de 30 dias após a publicação em relação ao preço de fechamento do trimestre.

As Tabelas 39, 40, 41, 42, 43 e 44, respectivamente, mostram os resultados das regressões dos modelos selecionados para o grupo de empresas com ações PN.

TABELA 39 - DIFERENÇA PRIMEIRA DO PREÇO DE FECHAMENTO. AÇÕES PN

Modelo	R	$R^2$	$R^2_{ajustado}$	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
16	0,5502	0,3027	0,2853	4,8475	2,0499

FONTE: A autora (2009)

Como se observa, para a formulação  $Y_1$ , o coeficiente de determinação é de 0,28 e a estatística de Durbin-Watson permite rejeitar a hipótese de autocorrelação residual. A Tabela 39 apresenta as variáveis que se mostraram significativas para o referido Modelo.

TABELA 40 - Y1\_ VARIÁVEIS SELECIONADAS - AÇÕES PN

N= 658

Modelo	Variáveis	Coefic. Beta	Erro Padrão	Beta Padroniz.	t	Sig.	Estatística de Colinearidade	
							Tolerância	VIF
16	(Constante)	0,2943	0,2135		1,3783	0,1686		
	D_T3	-7,6336	1,2712	-0,1989	6,0052	0,0000	0,9921	1,0080
	DMC3_T36	7,4009	1,4898	0,1646	4,9678	0,0000	0,9912	1,0089
	D_T38	6,7588	1,2697	0,1761	5,3232	0,0000	0,9944	1,0057
	C1_Atividade	0,9259	0,2116	0,1620	4,3751	0,0000	0,7934	1,2604
	DMC1_Ativid_T40	-3,5746	0,8436	-0,1450	4,2374	0,0000	0,9290	1,0764
	DMC3_LC_T40	-6,7476	1,6048	-0,1390	4,2047	0,0000	0,9958	1,0042
	DMC1_TelemarNL	6,9023	1,7194	0,1338	4,0145	0,0001	0,9795	1,0209
	D_T8	5,0625	1,2703	0,1319	3,9853	0,0001	0,9934	1,0066
	DMC3_T32	4,5885	1,2017	0,1263	3,8185	0,0001	0,9946	1,0055
	D_T15	-3,9524	1,1949	-0,1094	3,3078	0,0010	0,9938	1,0063
	D_T33	4,1675	1,1995	0,1154	3,4744	0,0005	0,9862	1,0140
	DMRPC1_Ativ_T39	-2,1843	0,6909	-0,1056	3,1617	0,0016	0,9757	1,0249
	D_T24	3,8774	1,1502	0,1133	3,3711	0,0008	0,9626	1,0388
	DMC1_Ativid_T36	2,2741	0,7153	0,1105	3,1793	0,0015	0,9002	1,1109
	D_T5	4,3146	1,5581	0,0921	2,7692	0,0058	0,9829	1,0174
	D_T19	-3,0312	1,1625	-0,0863	2,6074	0,0093	0,9931	1,0070

FONTE: A autora (2009)

A Tabela 40, relativa à Diferença Primeira do Preço de Fechamento inclui como significativa, além variáveis *dummies* de empresas e de trimestres, a variável do Componente Principal Atividade.

Na Tabela 41 são apresentados os resultados obtidos para o Modelo  $Y_6$ .

TABELA 41 - Y6\_ RETORNO DO PREÇO 5 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO EM RELAÇÃO AO PREÇO DE FECHAMENTO. AÇÕES PN

Modelo	R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> <sub>ajustado</sub>	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
24	0,7645	0,5845	0,5687	0,1376	2,0400

FONTE: A autora (2009)

O Modelo  $Y_6$  que se refere ao Retorno do Preço das ações PN 5 dias após a publicação dos demonstrativos contábeis em relação do Preço de fechamento do trimestre, apresenta coeficiente de determinação de 0,57. A estatística de Durbin-Watson descarta a possibilidade autocorrelação residual.

Na Tabela 42 são mostradas as variáveis selecionadas para o Modelo Y<sub>6</sub>.

TABELA 42 - Y<sub>6</sub> \_ VARIÁVEIS SELECIONADAS - AÇÕES PN

N= 658

Modelo	Variáveis	Coefic. Beta	Erro Padrão	Beta Padroniz	t	Sig.	Estatística de Colinearidade	
							Tolerância	VIF
24	(Constante)	-0,0067	0,0067		-0,9950	0,3201		
	DMRPC1_Emae	0,0089	0,0007	0,3464	12,4208	0,0000	0,8439	1,1850
	D_T4	0,4975	0,0515	0,3307	9,6532	0,0000	0,5592	1,7882
	D_T3	0,3667	0,0362	0,2614	10,1424	0,0000	0,9880	1,0122
	DMRPC1_Aracruz	0,0046	0,0008	0,1532	5,5958	0,0000	0,8759	1,1416
	D_T15	0,1802	0,0341	0,1366	5,2815	0,0000	0,9814	1,0190
	D_T2	-0,1953	0,0374	-0,1346	-5,2152	0,0000	0,9852	1,0150
	DMC1_Ativid_T21	-0,1919	0,0426	-0,1164	-4,5035	0,0000	0,9829	1,0174
	DFC4_Marg	0,0338	0,0085	0,1138	3,9834	0,0001	0,8039	1,2439
	D_T37	0,1726	0,0356	0,1270	4,8492	0,0000	0,9576	1,0443
	D_T18	-0,1451	0,0332	-0,1130	-4,3731	0,0000	0,9828	1,0175
	D_T23	0,1321	0,0324	0,1057	4,0787	0,0001	0,9782	1,0223
	D_T32	0,1425	0,0341	0,1080	4,1769	0,0000	0,9822	1,0181
	D_T7	0,1504	0,0388	0,1000	3,8816	0,0001	0,9892	1,0110
	D_T19	0,1146	0,0332	0,0893	3,4574	0,0006	0,9839	1,0164
	DMC1_Unipar	-0,0806	0,0204	-0,1027	-3,9511	0,0001	0,9718	1,0290
	C1_Ativid_DP	0,0006	0,0001	0,1297	4,5814	0,0000	0,8190	1,2210
	D_T9	-0,1205	0,0332	-0,0939	-3,6291	0,0003	0,9805	1,0199
	DMC1_Ativid_T25	0,1600	0,0489	0,0854	3,2749	0,0011	0,9659	1,0353
	DMC3_LC_T23	-0,1039	0,0332	-0,0809	-3,1308	0,0018	0,9824	1,0179
	DMDFC4_Marg_T17	0,0828	0,0296	0,0752	2,7934	0,0054	0,9049	1,1050
	DMDFC4_Marg_T4	-0,3007	0,0791	-0,1203	-3,8004	0,0002	0,6551	1,5264
	D_T20	-0,0929	0,0340	-0,0704	-2,7292	0,0065	0,9872	1,0130
	DMDFC4_Marg_T13	-0,1110	0,0411	-0,0710	-2,7015	0,0071	0,9516	1,0509
	DMRPC1_Cesp	-0,0026	0,0010	-0,0813	-2,6749	0,0077	0,7113	1,4059

FONTE: A autora (2009)

Conforme resultados apresentados na Tabela 42, para o Modelo Y<sub>6</sub> emergem como significativas as variáveis transformadas dos Componentes Principais Margem e Atividade.

A Tabela 43 apresenta os resultados obtidos para o Modelo Y<sub>8</sub> das ações PN.

TABELA 43 - Y<sub>8</sub> \_ RETORNO DO PREÇO 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO EM RELAÇÃO AO PREÇO DE FECHAMENTO. AÇÕES PN

Modelo	R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> <sub>ajustado</sub>	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
26	0,7536	0,5680	0,5502	0,1621	1,9398

FONTE: A autora (2009)

A capacidade explicativa das variáveis oferecidas para a regressão do Modelo  $Y_8$  estão próximas aos resultados obtidos para o Modelo  $Y_6$ . Conforme resultados da Tabela 44, a variável do componente principal Margem, emerge como significativa para explicar as variações do preço das ações PN de 30 dias após a publicação dos demonstrativos contábeis, em relação ao preço de fechamento do trimestre.

TABELA 44 -  $Y_8$  - VARIÁVEIS SELECIONADAS - AÇÕES PN

N= 658

Modelo	Variáveis	Coefic. Beta	Erro Padrão	Beta Padroniz.	t	Sig.	Estatística de Colinearidade	
							Tolerância	VIF
26	(Constante)	-0,0405	0,0083		-4,8541	0,0000		
	D_T4	0,4770	0,0517	0,2749	9,2304	0,0000	0,7722	1,2951
	DMRPC1_Emae	0,0081	0,0008	0,2754	10,0509	0,0000	0,9120	1,0965
	D_T2	-0,3297	0,0442	-0,1970	-7,4554	0,0000	0,9804	1,0200
	D_T23	0,3090	0,0382	0,2143	8,0803	0,0000	0,9737	1,0271
	D_T22	0,3011	0,0382	0,2088	7,8905	0,0000	0,9781	1,0224
	DMRPC1_Aracruz	0,0062	0,0010	0,1789	6,5429	0,0000	0,9155	1,0923
	D_T32	0,2547	0,0404	0,1673	6,3063	0,0000	0,9729	1,0279
	D_T7	0,2743	0,0463	0,1580	5,9293	0,0000	0,9637	1,0377
	D_T15	0,2351	0,0403	0,1544	5,8263	0,0000	0,9747	1,0259
	D_T3	0,2323	0,0427	0,1436	5,4441	0,0000	0,9846	1,0156
	D_T37	0,2442	0,0418	0,1557	5,8388	0,0000	0,9627	1,0388
	DFC4_Marg	0,0404	0,0097	0,1179	4,1588	0,0000	0,8514	1,1745
	DMC3_LC_T23	-0,1705	0,0391	-0,1152	-4,3622	0,0000	0,9824	1,0179
	DMC1_Ativ_Unipar	-0,0944	0,0240	-0,1042	-3,9293	0,0001	0,9738	1,0269
	D_T14	-0,1087	0,0381	-0,0754	-2,8511	0,0045	0,9802	1,0202
	DMC1_T21	-0,2173	0,0503	-0,1143	-4,3179	0,0000	0,9777	1,0228
	D_T30	0,1662	0,0404	0,1092	4,1163	0,0000	0,9734	1,0273
	D_T35	0,1471	0,0414	0,0938	3,5504	0,0004	0,9807	1,0197
	D_T19	0,1363	0,0392	0,0920	3,4791	0,0005	0,9784	1,0221
	D_T26	0,1349	0,0404	0,0886	3,3390	0,0009	0,9715	1,0293
	DMC1_ComGas	0,0717	0,0246	0,0780	2,9180	0,0036	0,9594	1,0424
	DMDFC4_Marg_T13	-0,1421	0,0483	-0,0787	-2,9450	0,0033	0,9577	1,0442
	DMC3_T7	0,0993	0,0356	0,0743	2,7930	0,0054	0,9672	1,0339
	D_T41	0,1300	0,0462	0,0749	2,8158	0,0050	0,9675	1,0336
	DMC1_Ativid_T31	0,0935	0,0351	0,0703	2,6643	0,0079	0,9847	1,0156
	DMRPC1_Telemar	0,0042	0,0016	0,0713	2,5988	0,0096	0,9106	1,0982

FONTE: A autora (2009)

Para o grupo de empresas com ações preferenciais as variáveis que emergem como significativas são o Componente de Atividade na Formulação de  $Y_1$ - Diferença Primeira do Preço de Fechamento e o Componente de Margem nas formulações de  $Y_6$  e  $Y_8$  que se referem ao Retorno do Preço 5 e 30 Dias Após a Publicação em Relação ao Preço de Fechamento, respectivamente.



Na formulação  $Y_1$ , o Componente Principal Atividade, que é formado por indicadores que avaliam a capacidade de geração de recursos como o Giro do Ativo, Giro do Imobilizado e Rotação do Patrimônio Líquido, juntamente com *dummies* aditivas e multiplicativas basicamente relacionadas a estas variáveis, explicaram 28% das variações do preço das ações no fechamento de cada trimestre.

No entanto, a partir da publicação dos demonstrativos contábeis, a variável que surge como significativa é a Diferença entre trimestres do Componente Principal Margem, que é basicamente formado pelos indicadores de Margem Operacional, Margem Líquida e Rentabilidade do Patrimônio Líquido. Apesar de os Coeficientes de Determinação de 0,565 para a formulação  $Y_6$  e de 0,550 para a formulação de  $Y_8$  serem bem próximos, é perceptível quando se comparam com os resultados das regressões para as ações ON, que as informações contidas nos demonstrativos contábeis, neste caso as relacionadas aos resultados, tendem a se refletir mais rapidamente a partir da data de publicação, como pode ser observado a partir dos resultados das regressões de  $Y_6$  e  $Y_8$  (5 e 30 dias após a publicação).

As estatísticas de Durbin-Watson são 2,05 , 2,04 e 1,93 para os modelos  $Y_2$ ,  $Y_6$  e  $Y_8$ , respectivamente, todas permitem rejeitar a hipótese de autocorrelação residual de primeira ordem. Pode-se detectar, ainda, ausência quase absoluta de multicolinearidade nos três modelos, conforme os valores obtidos para Tolerância e VIF.

Na análise das ações Preferenciais, é destacado que entre os três modelos selecionados, a formulação  $Y_6$  se mostra mais sólida. Além de apresentar duas variáveis de componentes como significativas, Diferença Primeira do Componente Margem a cada trimestre e Desvio Percentual do Componente Atividade em relação a carteira, o modelo apresenta maior coeficiente de determinação e menor Erro Padrão da Estimativa quando comparado com as formulações  $Y_1$  e  $Y_8$ . Para o Modelo  $Y_6$ , foi realizado, ainda, a análise de autocorrelação dos resíduos por meio de correlograma. Os resultados, conforme se observa no Gráfico 7, não apresentam nenhuma indicação de autorregressividade expressiva estatisticamente.

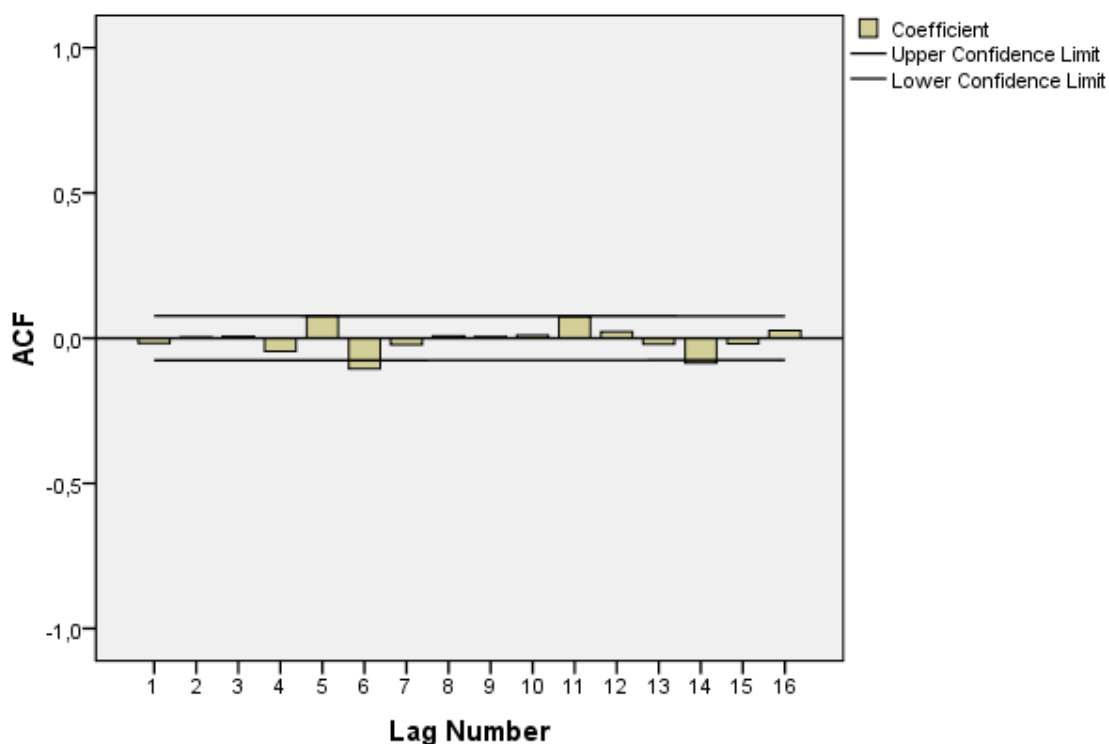


GRÁFICO 7 – CORRELOGRAMA DE AUTOREGRESSIVIDADE DOS RESÍDUOS – MODELO  $Y_6$  – AÇÕES PN  
 FONTE: A autora (2009)

As variáveis DFC4\_Marg (Primeira Diferença do Componente Margem) e C1\_Ativid\_DP (Desvio Percentual do Componente de Atividade em relação à média), presentes na equação estimada para  $Y_6$ , mostram que a variação de 1 unidade no Componente Margem de um trimestre para o seguinte causa variação de 3,4% no preço de 5 dias após a publicação em relação ao preço de fechamento do trimestre. Também mostra que a variação de 1 unidade no Componente Atividade em relação à média de mercado proporciona variação de 0,06% no referido preço.

#### 4.4.5 Sobre a Influência da Governança Corporativa

O modelo que apresentou o melhor resultado para cada grupo de ações (Ordinárias e Preferenciais) foi selecionado e, em seguida, passou-se a avaliar a influência da Governança Corporativa. Para tanto, as *dummies* aditivas e multiplicativas de empresas foram substituídas por *dummies* de Governança Corporativa, inseridas para cada empresa a partir do trimestre de sua adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA.

Os resultados acerca da influência da Governança Corporativa, a partir da formulação  $Y_8$  - Retorno do Preço 30 Dias Após a Publicação em Relação ao Preço de Fechamento, para as empresas com ações ON são mostradas nas Tabelas 45 e 46.

TABELA 45 - INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA - AÇÕES ON

Modelo	R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> <sub>ajustado</sub>	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
14	0,5278	0,2786	0,2644	0,1801	1,9259

FONTE: A autora (2009)

A Tabela 45 relativa à Influência da Governança Corporativa apresenta coeficiente de determinação de 0,26. Este resultado indica que as variáveis *dummies* de Governança Corporativa, oferecidas na regressão, não representam padrão modificativo para os resultados. A Tabela 46 apresenta as variáveis selecionadas.

TABELA 46 - INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA – VARIÁVEIS SELECIONADAS - AÇÕES ON

Modelo	Variáveis	Coefic Beta	Erro Padrão	Beta Padroniz.	t	Sig.
14	(Constant)	0,0442	0,0079		5,5594	0,0000
	D_T4	0,3397	0,0444	0,2444	7,6455	0,0000
	D_T2	-0,2866	0,0434	-0,2120	-6,6038	0,0000
	D_T32	0,3392	0,0603	0,2641	5,6249	0,0000
	D_T23	0,2129	0,0421	0,1617	5,0524	0,0000
	D_T22	0,1843	0,0421	0,1400	4,3789	0,0000
	D_T18	-0,1498	0,0445	-0,1078	-3,3670	0,0008
	D_T37	0,1498	0,0423	0,1138	3,5392	0,0004
	D_T25	-0,1173	0,0435	-0,0868	-2,6975	0,0072
	D_T14	-0,1186	0,0445	-0,0853	-2,6665	0,0078
	D_T40	-0,1359	0,0418	-0,1058	-3,2535	0,0012
	C1_Atividade	0,0267	0,0073	0,1273	3,6825	0,0002
	D_T5	0,1398	0,0474	0,0946	2,9483	0,0033
	DMC1_Ativid_T32	-0,1050	0,0369	-0,1359	-2,8447	0,0046
	D_T7	0,1244	0,0472	0,0842	2,6361	0,0086

FONTE: A autora (2009)

Como pode ser observado nenhuma *dummy* de Governança Corporativa se apresenta como significativa para o grupo de empresas com ações ON. Por consequência, os resultados obtidos se assemelham aos da primeira regressão da formulação  $Y_8$  (Tabela 26).

Os resultados das regressões com *dummies* de Governança Corporativa, para as empresas com ações PN, de acordo com a formulação  $Y_6$  - Retorno do Preço 5 Dias Após a Publicação em Relação ao Preço de Fechamento, são mostrados nas Tabelas 47 e 48.

TABELA 47 - INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA -AÇÕES PN

Modelo	R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> <sub>ajustado</sub>	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
15	0,6382	0,4073	0,3934	0,1632	2,0512

FONTE: A autora (2009)

A inclusão de variáveis *dummies* de Governança Corporativa não apresentam influência sobre os resultados do Modelo  $Y_6$ . As variáveis que emergem como significativas para o referido Modelo são mostradas na Tabela 48.

TABELA 48 - INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA - AÇÕES PN

Modelo	Variáveis	Coefic Beta	Erro Padrão	Beta Padroniz.	t	Sig.
15	(Constant)	-0,0137	0,0077		-1,7863	0,0745
	D_T4	0,6111	0,0460	0,4063	13,2959	0,0000
	D_T3	0,3810	0,0428	0,2716	8,8950	0,0000
	DMDMC1_Ativid_T4	-0,1970	0,0336	-0,1783	-5,8658	0,0000
	D_T15	0,2167	0,0404	0,1642	5,3648	0,0000
	D_T2	-0,1796	0,0444	-0,1238	-4,0458	0,0001
	DMC1_AtividT21	-0,2138	0,0504	-0,1297	-4,2394	0,0000
	D_T23	0,1521	0,0382	0,1217	3,9801	0,0001
	D_T32	0,1501	0,0404	0,1138	3,7130	0,0002
	D_T37	0,1841	0,0420	0,1355	4,3883	0,0000
	DFC4_Marg	0,0317	0,0093	0,1068	3,4098	0,0007
	D_T7	0,1659	0,0459	0,1103	3,6127	0,0003
	D_T18	-0,1296	0,0393	-0,1010	-3,2960	0,0010
	D_T19	0,1198	0,0393	0,0933	3,0477	0,0024
	D_T26	0,1091	0,0404	0,0827	2,6980	0,0072
	D_T9	-0,1052	0,0393	-0,0819	-2,6784	0,0076

FONTE: A autora (2009)

Assim como os resultados obtidos para as ações ordinárias, para as ações preferenciais não há evidência de que a Governança Corporativa constitua influência relevante para explicar o valor das ações negociadas na BOVESPA.

A hipótese inicial de que a Governança Corporativa poderia modificar o padrão de influência dos indicadores contábeis, aqui representados pelos seus componentes principais, sobre as variações de curto prazo dos preços das ações, tanto ON quanto PN, não encontra evidência nos dados.

## 5 CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES

O presente estudo teve por objetivo mostrar em que medida os indicadores contábil-financeiros, extraídos dos demonstrativos financeiros trimestrais, são significativos, no curto prazo, para explicar o valor das empresas listadas na BOVESPA e qual a importância do Nível de Governança Corporativa para essa relação.

Após vários testes de modelos que pudessem explicar as variações de curto prazo do valor das ações no mercado, foi realizada uma abordagem abrangente, exaustiva, compreendendo virtualmente todas as formulações encontradas na literatura. Os resultados da pesquisa indicam que os indicadores contábeis estão longe de serem as fontes majoritárias de explicação para as oscilações de curto prazo dos preços das ações e, ainda, que as informações contidas nos demonstrativos contábeis impactam de forma diferenciada os preços das ações Ordinárias e Preferenciais.

Para as ações Ordinárias os resultados indicam que Retorno do Preço das ações, 30 dias após a publicação dos demonstrativos contábeis, em relação ao preço na data de fechamento de cada trimestre, é o que melhor representa os efeitos dos indicadores contábeis sobre os preços das ações Ordinárias. Este resultado sinalizou que o mercado reage de forma relativamente lenta à publicação dos resultados da empresa, o que pode ser associado ao nível de eficiência fraca do mercado brasileiro. As variáveis que se mostraram significativas foram o Componente Principal de Liquidez Corrente, formado pelos indicadores de Liquidez Corrente e Capital Circulante Líquido sobre as Vendas, e o Componente Principal de Atividade que representa os indicadores de Rentabilidade do Patrimônio Líquido, Rentabilidade do Ativo, Giro do Ativo e Giro do Imobilizado.

O fato de emergirem *dummies*, especialmente aditivas, de trimestres, indica que, em determinados períodos do estudo, ocorreram fatores conjunturais que podem ter afetado de alguma forma o mercado e, por consequência, o preço das ações, como no período inicial das análises, em que emergiram as *dummies* dos Trimestres 2, 4, 5, 7 e 9, (referentes às datas de: 30/06/1998; 31/12/1999; 31/03/1999; 30/09/1999 e 31/03/2000, respectivamente) que podem ter relações, por exemplo, com a desvalorização do real em janeiro de 1999 e consequente alta dos juros neste período.

Apesar de os indicadores vinculados à Liquidez Corrente e Atividade das empresas abarcarem 29% da variação do preço das ações Ordinárias, o que, *a priori*, poderia ser considerado um potencial baixo de explicação, este percentual, mesmo analisado de forma isolada, é expressivo para a Contabilidade, e, portanto, poderia ser considerado uma aproximação válida de sua utilidade para o mercado.

No entanto, os resultados da terceira fase das análises foram mais expressivos para as ações Preferenciais e sinalizaram maior eficiência na capacidade de explicação do valor seu valor de mercado, por meio de indicadores contábeis, quando comparados com os resultados obtidos para as ações Ordinárias. Para as ações preferenciais, além de três modelos terem surgido como significativos ( $Y_1$ ,  $Y_6$  e  $Y_8$ ), a potencialidade de explicação destes também foi mais elevada.

Os indicadores de Giro do Ativo, Giro do Imobilizado e Rotação do Patrimônio Líquido, que basicamente formam o Componente de Atividade, explicaram 28% das variações dos preços das ações ao final de cada trimestre. Os indicadores de Margem Operacional, Margem Líquida e Rentabilidade do Patrimônio Líquido mostraram-se significativos a partir da publicação dos demonstrativos contábeis, e explicaram, aproximadamente, 57% e 55% do Retorno do Preço das Ações Preferenciais nas datas de 5 e 30 dias, respectivamente, em Relação ao Preço das Ações na Data de Fechamento do Trimestre.

Uma possível resposta para o fato de emergirem variáveis explicativas diferentes, conforme os eventos estudados: Fechamento do Trimestre e Publicação dos Demonstrativos Contábeis, para as ações Preferenciais pode ser relacionado à especificidade deste tipo de ação, pois seus titulares não participam das decisões da empresa e possuem prioridade no recebimento de dividendos. Neste sentido, as informações geradas pela Contabilidade seriam importantes para avaliar a eficácia da Atividade no Fechamento do Trimestre e a potencialidade de pagamento de dividendos a partir da Publicação dos Demonstrativos Contábeis. Destaca-se, ainda, que o volume de ações Preferenciais emitidas no mercado acionário brasileiro é superior ao volume de ações Ordinárias, o que poderia justificar a maior relação deste tipo de ação com as informações disponibilizadas pela Contabilidade.

Neste sentido, os resultados da pesquisa permitem confirmar a Hipótese Principal de que os indicadores contábil-financeiros de empresas listadas na BOVESPA exercem influência sobre o preço das ações e que, portanto, fazem parte da explicação do seu valor no mercado.

Para as ações Ordinárias, os indicadores de Liquidez Corrente, Capital Circulante Líquido sobre as Vendas, Rentabilidade do Patrimônio Líquido, Rentabilidade do Ativo, Giro do Ativo e Giro do Imobilizado, representados por seus componentes principais explicaram, aproximadamente, 29% a variação do Preço das Ações de 30 dias após a Publicação dos Demonstrativos Contábeis em relação ao Preço das Ações na data de Fechamento do Trimestre. Em relação às ações Preferenciais a formulação que melhor explica a relação é o Retorno do Preço das Ações 5 dias após a Publicação dos Demonstrativos Contábeis em relação ao Preço de Fechamento do Trimestre. A medida de explicação da transformação do Componente Principal Margem, que representa os indicadores de Margem Operacional, Margem Líquida e Rentabilidade do Patrimônio Líquido, e a transformação do Componente Principal Atividade formado pelos indicadores de Giro do Ativo, Giro do Imobilizado e Rotação do Patrimônio Líquido, foi de 57% da variação do preço das ações. Estes resultados confirmam que a Contabilidade representa uma fonte valiosa de informação para todos os agentes envolvidos no mercado, neste estudo, em especial, os investidores.

No entanto, a Hipótese Subsidiária de que a Governança Corporativa interfere na capacidade de explicação do preço das ações no curto prazo por meio dos indicadores contábil-financeiros, não encontra confirmação nos dados. O Nível de Governança Corporativa poderia indicar melhora no nível de eficiência do mercado, em que a Contabilidade poderia tornar-se menos necessária, uma vez que todos os agentes interessados teriam acesso a maior volume de informação e de forma mais tempestiva. Isto não foi confirmado. Destaca-se, contudo, que implantação da Governança Corporativa no Brasil pode ser considerada recente, assim como o desenvolvimento do mercado de capitais, neste sentido, futuros estudos podem obter resultados diferentes deste.

Como limitação da pesquisa, ressalta-se que para as análises puderam ser consideradas apenas 34 empresas que apresentaram cotação dos preços das ações, Ordinárias e/ou Preferenciais, de forma ininterrupta, durante o período compreendido de Janeiro de 1998 a Março de 2008, restringindo-se assim, os resultados obtidos para as empresas e o período estudado. Destaca-se, ainda, que o estudo não objetivou investigar que variáveis macroeconômicas exercem influência sobre o preço das ações.

Para novas pesquisas, sugere-se que o período de análise compreenda séries temporais mais longas, e envolvam períodos de crise no mercado acionário,

como o ocorrido a partir do segundo semestre do exercício financeiro de 2008. Pode-se indicar, ainda, a realização de estudos que avaliem a importância da Contabilidade de acordo com as características da empresa como segmento econômico e controle acionário. Ainda, pesquisas de maior complexidade poderiam tentar formulações mais abrangentes, incluindo os indicadores conjunturais capazes de, juntamente com os indicadores contábeis, explicar a maior parte das variações observadas nos preços desses ativos.



## REFERÊNCIAS

ABOODY, D.; HUGHES, J.; LIU, J. Measuring value relevance in (possibly) inefficient Market. **Journal of Accounting Research**. Chicago. v. 40, n. 4. Sep. 2002.

AMERICAN ACCOUNTING ASSOCIATION . **A Statement of Basic Accounting Theory - ASOBAT**. American Accounting Association, 1966.

AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS. **Accounting Principles Board. Basic concepts and accounting principles underlying statements de business enterprises**. APB Statement n. 4, AICPA, 1970.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2005.

\_\_\_\_\_. **Estrutura e Análise de Balanços, um enfoque econômico-financeiro**. 8<sup>a</sup> ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BALL, R.; BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 2 p. 159-178, Aut. 1968.

BARROS, A. J. da S.; LEHFELD, N. A. de S. **Fundamentos de metodologia científica: um guia para a iniciação científica**. 2 ed. São Paulo : Makron Books, 2000.

BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J.; BERGMANN, D. R.; AGUIAR, A. B. Retornos de Ações e Governança Corporativa: Um Estudo de Evento. **4º Congresso de Controladoria e Contabilidade**, 2004. Disponível em: [www.congressouspt.fipecafi.org/artigo42004/48.pdf](http://www.congressouspt.fipecafi.org/artigo42004/48.pdf). Acesso em: 12/01/2008.

BEAVER, W. H. The information content f earning announcements empirical research in accounting: select studies. **Journal of Accounting Research**, v. 6, (Supplement), p. 67-92, 1968.

BEZERRA, LF. A.; LOPES, A. B. Lucro e Preço das Ações. In: IUDICIBUS, S. de.; LOPES, A. B. (coord.). **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br). Acessos de: maio de 2007 a maio de 2009.

BRASIL. LEI N° 6.404, de 15 de Dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, 9 dez. 1976. Disponível em : [www.planalto.gov.br/ccivil/leis](http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis). Acesso em: 24/11/2008.

\_\_\_\_\_. LEI N° 10.303, de 31 de outubro de 2001. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, 1 nov. 2001. Disponível em : [www.planalto.gov.br/ccivil/leis](http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis). Acesso em: 10/11/2008.

\_\_\_\_\_. LEI N° 11.638 de 28 de Dezembro de 2007. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 28 dez. 2007. Disponível em : [www.planalto.gov.br/ccivil/leis](http://www.planalto.gov.br/ccivil/leis). Acesso em: 20/11/2008.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Eficiência Informacional do Mercado de Capitais Brasileiro Pós-Plano Real: dm Estudo de Eventos dos Anúncios de Fusões e Aquisições. **Revista de Administração – USP**. São Paulo, v.41, n.1, p.43-58, jan./fev./mar. 2006.

\_\_\_\_\_. Análise do desempenho econômico-financeiro e da criação de sinergias em processos de fusões e aquisições do mercado brasileiro ocorridos entre 1995 e 1999. **Caderno de Pesquisa em Administração**. São Paulo, v. 12, n. 2, p. 99-115, Abr./Jun. 2005.

CARDOSO, R. L.; MARTINS, V. A. Hipótese de Mercado Eficiente e Modelo de Precificação de Ativos Financeiros. In: IUDICIBUS, S. de.; LOPES, A. B. (coord.). **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

CASTRO, C. de M. **A prática da pesquisa**. São Paulo: McGraw Hill do Brasil, 1978.

CAVALHAL da SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração- USP**. São Paulo, v. 39, n.4, 2004.

CHEN, P.; ZHANG, G. How do accounting variables explain stock price movements? Theory and evidence. **Journal of Accounting and Economics**. 2007. n.43, p. 219–244.

CLEMENTE, A. **Pesquisas de variáveis múltiplas**. Curitiba: Scientia et Labor, 1989.

COLAUTO, R. D.; BEUREN, I. M. Coleta, análise e interpretação dos dados. In BEURE, Ilse Maria (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2003.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. Trad. Lucia Simonini. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação CVM n.º 029, de 05 de fevereiro de 1986. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, 1986.

\_\_\_\_\_. Deliberação n.º 539, de 14 de março de 2008. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, 2008.

\_\_\_\_\_. Deliberação CVM Nº 488, de 03 de outubro de 2005. **Diário Oficial da União**. Brasília, DF, 2005.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Conceitual Básico: Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis**. CPC, 2008. Disponível em: [http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamento\\_conceitual.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamento_conceitual.pdf). Acesso em: 20/11/2008.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE. **Resolução CFC N.º 774**, de 16 de dezembro de 1994. Brasília: CFC, 1994.

\_\_\_\_\_. **Resolução CFC N.º 1.055/05**, de 07 de outubro de 2005. Brasília: CFC, 2005.

\_\_\_\_\_. **Resolução CFC N.º 1.121/08**, de 28 de março de 2008. Brasília: CFC, 2008.

\_\_\_\_\_. **Norma Brasileira de Contabilidade Técnica 3 – NBC T 3**, de 14 de dezembro de 1990. Brasília: CFC, 1990.

\_\_\_\_\_. **Norma Brasileira de Contabilidade Técnica 1 – NBC T 1**, de 28 de março de 2008. Brasília: CFC, 2008.

COSTA JR. N. C.; MEURER, R.; CUPERTINO, C. M. Existe Alguma Relação entre Retornos Contábeis e Retornos do Mercado de Ações no Brasil? **Revista Brasileira de Finanças**. 2007, v. 5, n. 2, p. 233–245. Disponível em: <http://virtualbib.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/viewFile/1170/261>. Acesso em: 20/01/2009.

COSTA, P. S.; MONTEIRO, M. G.; BOTELHO, D. R. Estudo empírico do Ebitda e do RSPL com o preço da Ação nas Empresas Brasileiras do Setor de Energia Elétrica. **5º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. Disponível em: <http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos52005/576.pdf>. Acesso em: 18/07/2008.

CUNHA, J. V. A.; COELHO, A. C. Regressão Linear Múltipla. In: CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. (coord.). **Análise Multivariada para Cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia**. São Paulo: Atlas, 2007.

DAMODARAN, A. **Finanças Corporativas Aplicadas**. Tradução de: RITTER, Jorge. Porto Alegre: Bookman, 2002.

DANCEY, C. P.; REIDY, J. **Estatística sem matemática para Psicologia usando o SPSS para Windows**. Tradução de: VIALI, Lori. - 3. ed. Porto Alegre: Artmed, 2006.

DANTAS, J. A.; MEDEIROS, O. R.; LUSTOSA, P. R. Reação do mercado à alavancagem operacional: um estudo empírico no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças** – USP, São Paulo, n. 41, p. 72 – 86. Mai./Ago. 2006.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of theory and empirical Work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, Dec. 28 - 30, 1969, p. 383 – 417, May 1970.

\_\_\_\_\_. Efficient Capital Markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, p. 1575 – 1617, 1991.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. **Statement of accounting concepts No. 1 Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises**. FASB, 1978.

\_\_\_\_\_. **Statement of Financial Accounting Concepts No. 2 Qualitative Characteristics of Accounting Information**. FASB, 1980.

FREZATTI, F.; AGUIAR, A. B.; GUERREIRO, R. Diferenciações entre a contabilidade financeira e a contabilidade gerencial: uma pesquisa empírica a partir de pesquisadores de vários países. **Revista de Contabilidade e Finanças**. USP. São Paulo, n. 44, p. 9 – 22. Mai./Ago. 2007.

FORTUNA, E. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 16 ed. Rio de Janeiro Qualitymark, 2005.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4 ed. 9. reimpr. São Paulo: Atlas, 2007.

GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10 ed. Tradução de: SANVICENTE, Antonio Zoratto. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. 3 ed. Tradução de: YOSHIDA, Ernesto. São Paulo: Pearson Makron Books, 2000.

HAIR JR, J. F.; BABIN, B.; MONEY, A. H.; SAMOUEL, P. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Tradução de: RIBEIRO, Lene Belon. Porto Alegre: Bookman, 2005a.

HAIR JR, J. F.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise multivariada de dados**. Tradução de: SANT'ANNA, Adonai Schlup; CHAVES NETO, Anselmo. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005b.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BRED, M. F. **Teoria da Contabilidade**. Tradução de SANVICENTE, Antônio Zoratto. São Paulo: Atlas, 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNAÇÃO CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 3. ed. São Paulo, 2004. Disponível em: [www.ibcg.or.br](http://www.ibcg.or.br). Acesso em: 17/12/2008.

\_\_\_\_\_. **Pesquisa sobre Governança Corporativa**. 2001. Disponível em: [www.ibcg.or.br](http://www.ibcg.or.br). Acesso em: 17/12/2008.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE. **Framework for preparation and presentation of financial statements**. Editado em abril de 1989. Adotado pelo IASB em abril de 2001. Disponível em: [www.iasb.org](http://www.iasb.org). Acesso em: 13/12/2008.

IUDICIBUS, S. de.; LOPES, A. B. (coord.). **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

IUDICIBUS, S. **Análise de Balanços**. 8 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

IUDICIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R. **Manual de Contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

KAPLAN, A. **A Conduta na pesquisa: metodologia para ciências do comportamento**. Tradução: HEGENBERG, Lônidas; MOTA, Octanny Silveira da. São Paulo, E. P. U., Ed. USP. 2 reimpr., 1975.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, Oct. 1976.

KORN/ FERRY INTERNATIONAL; MCKINSEY & COMPANY. **Panorama da Governança Corporativa no Brasil**. São Paulo, 2001.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. de A.. **Técnica de pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisas, elaboração, análise e interpretação de dados**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 1996.

LAMOUNIER, W. M.; NOGUEIRA, E. Estudo de Eventos: Procedimentos e Estudos Empíricos. In: **II Seminário de Gestão de Negócios**. Curitiba, 2005. Disponível em: [www.fae.edu](http://www.fae.edu). Acesso em: 18/07/2008.

LIMA, J. B. N. de; TERRA, P. R.S. A reação do mercado de capitais brasileiro à divulgação das informações contábeis. In: **XXVIII ENANPAD**. 2004. Curitiba. Anais do XXVII ENANPAD. 2004. v.1.

LIMA, G.A.S.F.; YAMAMOTO, M. M.; LIMA, I.S.; MALACRIDA, M. J. C. Um estudo da eficiência informacional do mercado acionário brasileiro. **RIC - Revista de Informação Contábil**. v. 2, no 1, p. 1-18, jan-mar/ 2008. Disponível em: <http://www.ufpe.br/ricontabeis/index.php/contabeis/article/viewFile/91/70>. Acesso: 14/01/2009.

LORIATO, A. G.; GOMES, L.L. Volumes Anormais de Negócios no Mercado Brasileiro de Ações em Função dos Anúncios Contábeis Anuais. **6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo. 2006. Disponível em : [www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos62006/168.pdf](http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos62006/168.pdf). Acesso: 27/10/2008

LOPES, A. B.. **A informação Contábil e o Mercado de Capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

\_\_\_\_\_. A teoria dos contratos, Governança Corporativa e Contabilidade. In: IUDICIBUS, S. de.; LOPES, A. B. (coord.). **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. **Teoria da Contabilidade uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

LOPES, A. B.; SARLO NETO, A.; TEIXEIRA, A. J. C.; LOSS, L. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista de Contabilidade e Finanças** - USP. v.2, n. 37, 2005.

LUCHESA, C. J. **Estudo da adequação dos índices da Análise Econômico-Financeira às empresas Florestais, utilizando métodos estatísticos Multivariados**. Tese (Doutorado em Engenharia Florestal). Universidade Federal do Paraná. Curitiba. 2004.

MACKINLAY, A. C. Event Studies In Economics And Finance. **Journal of Economic Literature**. v. Xxxv, Mar. 1997, p. 13–39.

MARCONI, M. de A.; LAKATOS, E. M. **Metodologia científica**. 5. ed. 2 reimp. São Paulo: Atlas, 2008.

MARKOWITZ, Harry. Portfolio Selection. **The Journal of Finance**, v. VII, n. 1, 1952.

MARQUES, L. D. **Modelos Dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura. Centro de estudos macroeconômicos e Previsão**. Faculdade de Economia do Porto: Portugal, Out. 2000. Disponível em : <http://www.fep.up.pt/investigacao/workingpapers/wp100> . Acesso em: 13/05/2009.

MARTINS, E.; ASSAF NETO, A. **Administração Financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias**. 1 ed. São Paulo: Atlas. 1987.

MARTINS, G. de A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da Investigação Científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos Resultados Contábeis: Um estudo empírico das empresas abertas brasileiras**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Departamento de Contabilidade e Atuária. FEA/USP. 2001.

MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de Balanços**. 6 ed. São Paulo, Atlas, 2003.

MELLAGI FILHO, A. **Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Atlas, 1995.

PARRA FILHO, D.; SANTOS, J. A. **Metodologia científica**. 2 ed. São Paulo: Futura, 1998.

PINHEIRO, J. L.. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. 4 ed. , 2 reimp. São Paulo. Atlas: 2008.

PRADO, P.L. ; LEWINSOHN,T.M. ; CARMO, R.L. ; HOGAN, D.J. **Ordenação multivariada na ecologia e seu uso nas ciências ambientais**. Campinas, São Paulo, v. 10, 2002.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. *In* BEURE, Ilse Maria (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2003.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social**: métodos e técnicas. Colaboradores: PERES, J. A. de S. *et al.*. 3 ed. – 8 reimpr. São Paulo: Atlas, 2008.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R.. W. ; JAFFE, J. F. **Administração Financeira**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2007.

RUIZ, J. Á. **Metodologia científica: guia para eficiência nos estudos**. São Paulo: Atlas, 1982.

SARLO NETO, A. **A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). FUCEPE - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças, 2004.

SARLO NETO, A.; LOSS, L.; NOSSA, V.; TEICHEIRA, A. J. C. Uma Investigação sobre a Capacidade Informacional dos Lucros Contábeis no Mercado Acionário Brasileiro. **Congresso USP Controladoria e Contabilidade**, 2003, São Paulo,SP. Disponível em <http://www.fucepe.br/admin/upload/centropesquisa/268.pdf> Acesso: 28/12/2008.



SCARPIN, J. E.; BOFF, M. L.; PINTO, J. A Relevância da Informação Contábil e o Mercado de Capitais: uma Análise Empírica das Empresas Listadas no Índice Brasil. **Congresso USP de Contabilidade e Controladoria**, 2007, São Paulo: FEA/USP, 2007. v. 7. p. 1-15.

SHARPE, W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **Journal of Finance**, v. 19, issue 3, Sep. 1964, p. 425-442.

SHARPE, W. F. Capital Asset Prices with and without negative holdings. **Journal of Finance**, June 1991, p. 489-509.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, 1997, p. 737-783.

SILVA, C.R.L. da.; LUIZ, S. **Economia e Mercados – Introdução à Economia**. São Paulo: Saraiva. 15 ed., 1996.

SILVA, J. P. **Análise Financeira das Empresas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

SILVA, R. F. ; FÁVERO, L. P. L. . O impacto da divulgação das informações contábeis na variação do preço de ativos no mercado financeiro. In: **4º Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade**, São Paulo, 2007. Disponível em: [www.congressousp.fipecafi.org/artigos72007/40.pdf](http://www.congressousp.fipecafi.org/artigos72007/40.pdf). Acesso : 09/01/2009.

SILVEIRA, A. D. M. da. **Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia , Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

\_\_\_\_\_. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) - Faculdade de Economia , Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas). São Paulo: FEA/ USP, 2003.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT . **Principles of Corporate Governance**. Paris: OCDE Publications, 2004.

TERRA, P.R. S.; LIMA, J. B. N. Governança Corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista de Contabilidade e Finanças** – USP. v. 42, p. 35-49. Set./Dez. 2006.

TRIVIÑOS, A. N. S. **Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação**. São Paulo: Atlas, 1987.

VERGARA, S. C.. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 1997.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M.. **Informação Contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais**. São Paulo: Atlas, 2006.

WORLD FEDERATION OF EXCHANGES. **Annual Report and Statistics 2007**. Disponível em: <http://www.world-exchanges.org/files/statistics>. Acesso em: 13/03/2009.